

الافتراض المالي
المفاهيم - إدارة المخاطر، المعايير

الدكتور

طارق عبد العال حماد

كلية التجارة - جامعة عين شمس

المدار الملاحمية

طبع، نشر، توزيع

شارع ذكريا غيم - قانيس سابقاً ٨٤
e-mail : m20ibrahim @ usa.net

٥٩١٧٨٨٢

2001

رقم الإيداع

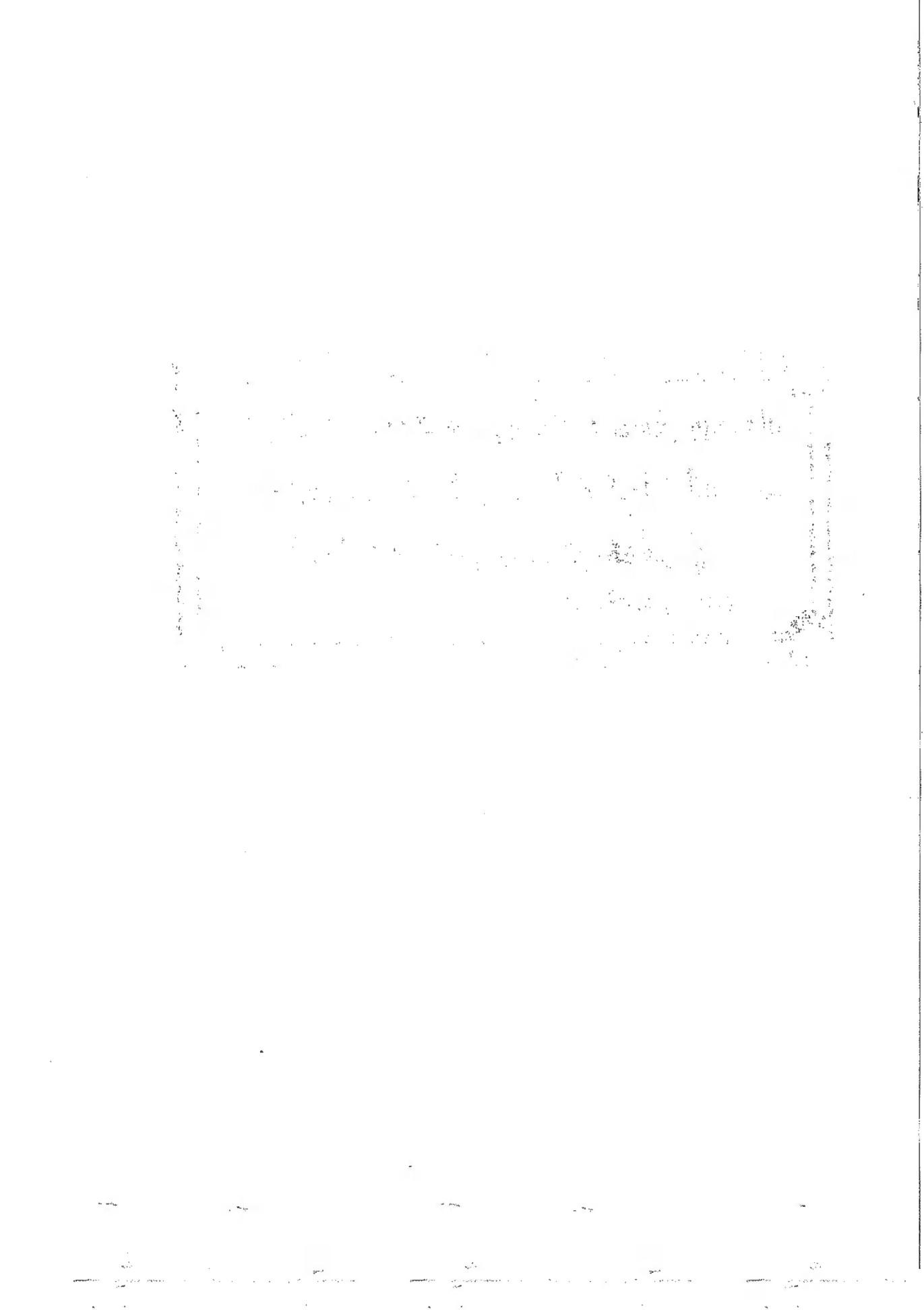
2001 / 2704

الترقيم الدولي

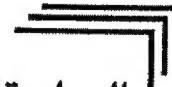
977 - 5433 - 33 - 9

﴿ وَقَدْ أَعْمَلُوا فِي رَغْبَةِ اللَّهِ عَمَلٍ بِمَا وَرَسَوْلُهُ
وَالْمُؤْمِنُونَ وَسْتَرْجِعُونَ إِلَيْهِ عَالَمُ الْفَرِيدِ
وَالشَّهَادَةُ فِي نِبَاتِهِمْ بِمَا لَمْ يَنْتَهُمْ تَعْمَلُونَ ﴾

سورة التوبة آية (١٠٥)



مكتبة



إلى استاذى الفاضل الدكتور / حسن احمد غلاب
رئيس جامعة عين شمس
القدوة الحسنة والعالم الجليل وصاحب الخلق الرفيع
ولسيادته أدين بالفضل والولاء





لِقَاءُ الْمُتَكَبِّرِ

اثناء تجوالى فى معرض القاهرة الدولى للكتاب عام 1998 أستوقفنى سؤال وجده أحد الأفراد لصاحب دور نشر وهو :

ألا يوجد كتاب عن إندماج البنوك ؟

وكان إجابة صاحب دار النشر بالنفي ، ومنذ ذلك التاريخ وأنا أفك فى كتابة مؤلف عن إندماج البنوك ، إلا أننى عندما بدأت فى تجميع المادة العلمية للإجابة على سؤال لماذا الإندماج ؟ وكيف ؟ ومتى ؟ وما هي مشاكله ؟ وجدت أن خيوط الإجابة تتفرع لتشمل التطورات العالمية التى أثرت على أعمال البنوك مثل إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية الموقعة فى ديسمبر 1997 واتفاقية بازل وتعديلاتها بخصوص كفاية رأس المال والتى تطبق عام 1998 ، بالإضافة إلى الجدل القائم بشأن الشركات القابضة البنكية ومدى إمكان دخولها فى أنشطة غير مصرافية والمصارف الشاملة وظهور العملة الأوروبية الجديدة اليورو .

وكذلك زيادة التعامل فى المشتقات المالية ، الأزمة المالية فى دول جنوب شرق آسيا والتى امتدت لتشمل الاتحاد الروسي وبعض الدول فى أمريكا اللاتينية مثل البرازيل والانخفاض الكبير فى أسعار البترول وأنشطة إندماج البنوك ، وكذلك وجدت الأمر يمتد ليشمل تقييم أداء البنوك وأثر الحجم والنطاق على العائد والمخاطر وكيفية الإنداej ، ولماذا تم خصخصة البنوك وكيفية تقدير قيمة البنك لأغراض الإنداej أو الخصخصة والمحاسبة عن الابتكارات المالية ، وعندما كنت أتحدث مع استاذى الفاضل الدكتور / عاطف

العوام أبدى ملاحظة هامة وهي أن هذه الموضوعات أكبر من أن يشملها كتاب واحد ، وأن أهميتها تستدعي القيام بكتابة متأنية لتكون على المستوى المطلوب ولذلك عملت على أن أتحقق هذا الهدف وقمت بتقسيم هذه الموضوعات إلى خمسة أجزاء ، يشمل كل جزء منها موضوع قائم بذاته إلى حد كبير وهي على التوالي :

الجزء الأول : التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك :

ويشمل الموضوعات التالية :

* اتفاقية تحرير الخدمات المالية .

* كفاية رأس المال .

* السوق المصرفية الحديثة .

- المصادر الشاملة .

- الشركة القابضة البنكية .

- الابتكارات المالية .

- اليورو : الوافد الجديد في عالم العملات .

- الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا .

الجزء الثاني : تقييم أداء البنوك التجارية (تحليل العائد والمخاطر)

ويشمل :

* الحاجة إلى المعلومات وتفسيرها .

* تحليل العائد والمخاطر .

* تحليل القوائم المالية للبنوك التجارية في مصر .

* إعداد قائمة التدفقات النقدية للبنوك .

الجزء الثالث : اندماج وخصخصة البنوك

ويشمل :

- * إطار عام للاندماج والاستحواذ .
- * اندماج البنوك .
- * اجراءات تقييم البنك لأغراض الاندماج .
- * مشكلات اندماج البنوك .
- * خصخصة البنوك العامة .
- * مشكلات خصخصة البنوك

الجزء الرابع ، التقييم : تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة

ويشمل :

- * مفاهيم القيمة ومداخل تقدير القيمة .
- * مداخل إلى قياس القيمة في البنوك .
- * الجوانب المحاسبية والضريبية لتقدير واندماج المنشآت .
- * الجوانب المتعلقة بتقدير قيمة البنك .

الجزء الخامس : المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)

ويشمل :

- * المفاهيم الأساسية للمشتقات المالية
- * عقود الاختيار Option
- * العقود الآجلة والعقود المستقبلية .
- * عقود المبادلات (المقاييسات) .

* مقدمة عن الجوانب المحاسبية.

وقد وفقني الله سبحانه وتعالى إلى اتمام هذه السلسلة في يناير عام 2001 ، إلا أن الغوص في مشاكل البنوك وضع أساساً موضوعات أخرى لم يتمكن من التعرض لها بالتفصيل من خلال الأجزاء الخمسة التي أنجزتها ، ولذلك سوف أعمل بمشيئة الله وتوفيقه على محاولة تغطية بعضها من خلال أجزاء أخرى على النحو التالي :

* المحاسبة عن الأدوات المالية (المشتقات المالية والاستثمارات المالية) في

ضوء أحدث معايير المحاسبة الدولية والأمريكية .

* المحاسبة عن العمليات المصرفية الحديثة .

* أسس إعداد وتصوير القوائم المالية للبنوك وفقاً لمعايير المحاسبة

الدولية والأمريكية والعربية والمصرية .

* إدارة مخاطر الائتمان المصرفى .

* إدارة المخاطر في البنوك .

وفي ختام كلمتي هذه لا أدعى أن هذا العمل قد خلا من كل عيب ، فالكمال لله وحده وفوق كل ذي علم علیم ، وأسأل الله التوفيق والهدایة ، كما أرجوه سبحانه وتعالى خير الجزاء .

دكتور / طارق عبد العال حماد

القاهرة في يناير 2001

شَلَّهُ وَهَدَى إِيمَانَكُمْ

الحمد لله الذي مكنتني من إتمام هذا الكتاب فما كان لشيء أن يجري في
ملكه إلا بمشيئته جل شأنه « إنما أمره إذا أراد شيئاً أن يقول له كن فيكون »
فالحمد لله في الأولى والحمد لله في الآخرة .

ويسعدني وأنا في مستهل هذا العمل أن أتقدم بعظيم شكري وتقديرى
وأمتنانى وعرفانى بالجميل إلى أسانذتى الأفاضل لما قدموه من تشجيع ودعم
معنوى كبير كان له أكبر الأثر في إنجاز هذا العمل وأخص بالذكر :

الاستاذ الدكتور / حسن محمد كمال - استاذ المحاسبة - كلية التجارة جامعة عين شمس

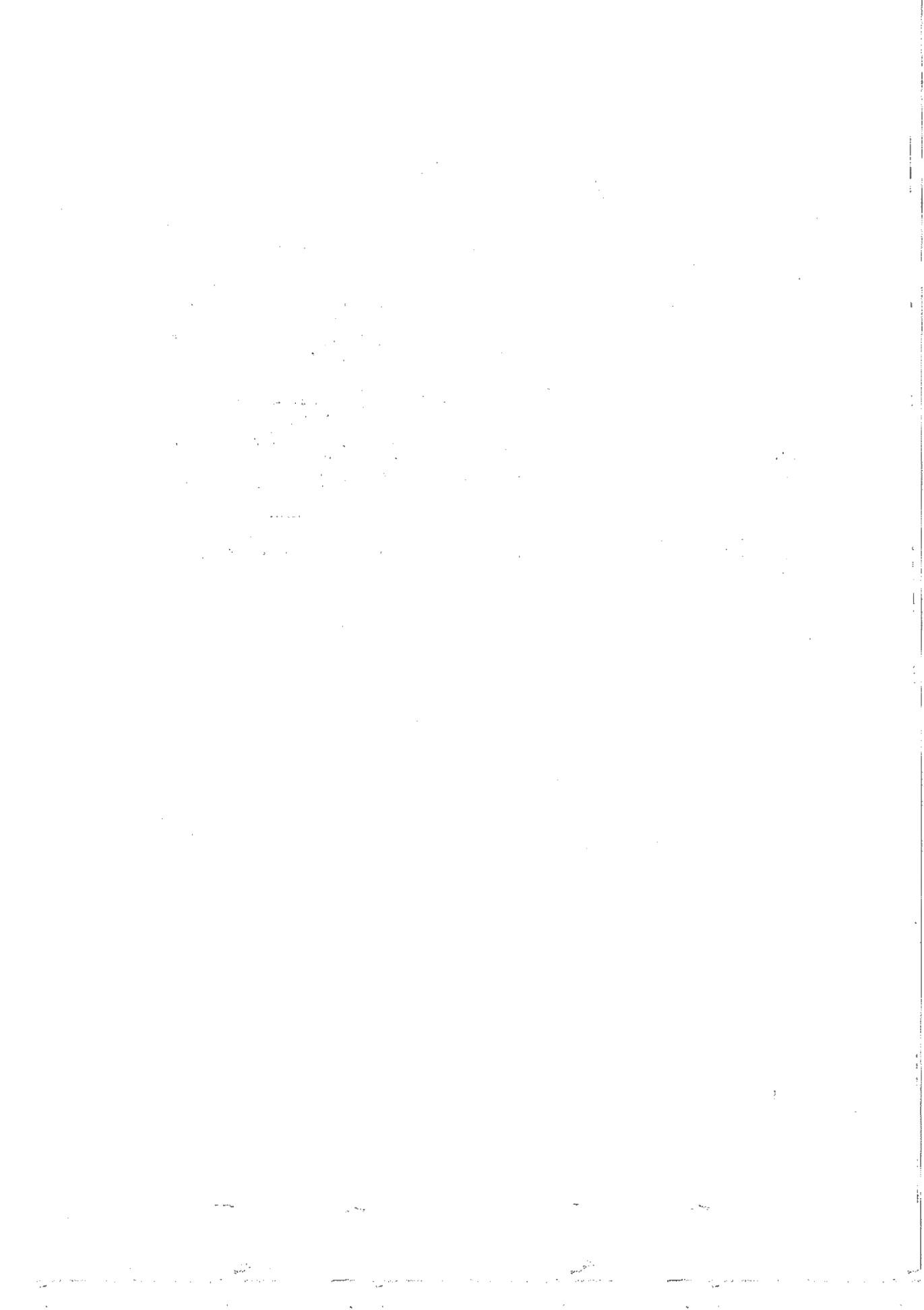
الاستاذ الدكتور / عبدالرحمن محمود عليان - استاذ المحاسبة - كلية التجارة جامعة عين شمس

الاستاذ الدكتور / محمد محمود عبد الرحيم استاذ المحاسبة وعميد كلية التجارة جامعة عين شمس

الاستاذ الدكتور / عاطف محمد العوام استاذ المحاسبة - كلية التجارة جامعة عين شمس

الاستاذ الدكتور / كمال الدين فتحى أبو عجوة استاذ المحاسبة - كلية التجارة جامعة عين شمس

وسع دنيس عندي



شِكْه خاص

أَتَقْدِمْ بِعَظِيمِ شُكْرِي وَتَقْدِيرِي

لِزُوْجِتِي وَشَرِيكَةِ دِيَاتِي

الَّتِي نَهَمْتُ مَعَهُ عَبَّهُ وَمَعَانِيهِ إِعْدَادُ هَذِهِ السَّلْسَلَةِ



فهرس الكتاب

1	الفصل الأول: المشتقات المالية
5	المبحث الأول : تمهيد و خلاصات
11	المبحث الثاني : أنواع المشتقات المالية
12	أولاً : العقود الآجلة
16	ثانياً : العقود المستقبلية
17	ثالثاً : عقود الاختيارات
25	رابعاً : الأنواع الأخرى من المشتقات
29	خامساً : أنواع المتاجرين في المشتقات
33	سادساً : ملخص
35	الفصل الثاني: عقود الاختيار
39	المبحث الأول : تمهيد و خلاصات
39	- مفهوم عقد الاختيار
43	- أنواع عقود الاختيار
47	- المصطلحات المستخدمة
51	- العلاقة بين أسعار عقود الاختيار وأسعار الأسهم وأسعار التنفيذ .
53	المبحث الثاني : عقود الاختيارات (تفصيلات)
53	- مقدمة
55	- لماذا يتم التعامل في أسواق عقود الاختيارات؟
58	- كيف تعمل عقود الاختيار

تابع فهرس الكتاب

62	- آليات التداول
73	- بعض الاستراتيجيات الأساسية لخيارات البيع/ الشراء الأجل .
77	- تأمين محفظة الأوراق المالية
80	- تقييم خيارات البيع/ الشراء الأجل
85	- حدود أسعار خيارات البيع/ الشراء الأجل
86	- نموذج بلاك شولز
95	- خيار الشراء الأجل و خيار البيع الأجل من منظور المستثمر
96	- تطور استخدام خيارات الشراء/ البيع الأجل
104	- خلاصة
الفصل الثالث: العقود الأجلة والعقود المستقبلية	
107	المبحث الأول: تمهيد و خلاصات
111	- العقود الفورية والعقود الأجلة
112	- الاختلافات بين العقود الأجلة والعقود المستقبلية
115	- الاختلافات بين عقود الاختيار والعقود المستقبلية
117	- العقود المستقبلية
المبحث الثاني: العقود المستقبلية والعقود الأجلة (تفاصيل)	
125	- لماذا أسواق عقود المستقبليات
125	- هيكل أسواق العقود المستقبلية
131	- تداول العقود المستقبلية
133	- آليات التداول .
139	

تابع فهرس الكتاب

257	الفصل الخامس: المحاسبة عن المشتقات المالية
261	- مقدمة
263	- المخاطر الكامنة في الأدوات المالية المشتقة
	- الخطوط العريضة لمعايير المحاسبة الدولية المتعلقة
267	بالأدوات المالية
279	قائمة المراجع

تابع فهرس الكتاب

142	- الهاشم
161	- المتعاملون في سوق العقود المستقبلية
169	- التسوية
171	- التنظيم
174	- مخاطرة الأساس
180	- العمليات المالية الآجلة
201	- فكرة عن المحاسبة والضرائب
205	- ملخص
209	الفصل الرابع: المبادلات أو المقايسات
213	المبحث الأول : تمهيد و خلاصات
213	- مفهوم عقد المبادلة
215	- مبادلات أسعار الفائدة
221	- مبادلات أسعار الصرف
229	المبحث الثاني : المبادلات أو المقايسات (تفصيلات)
229	- آليات عمل مبادلات أسعار الفائدة
238	- دور الوسيط المالي
246	- مبادلات العملة
250	- أنواع المبادلات الأخرى
253	- المخاطرة الائتمانية





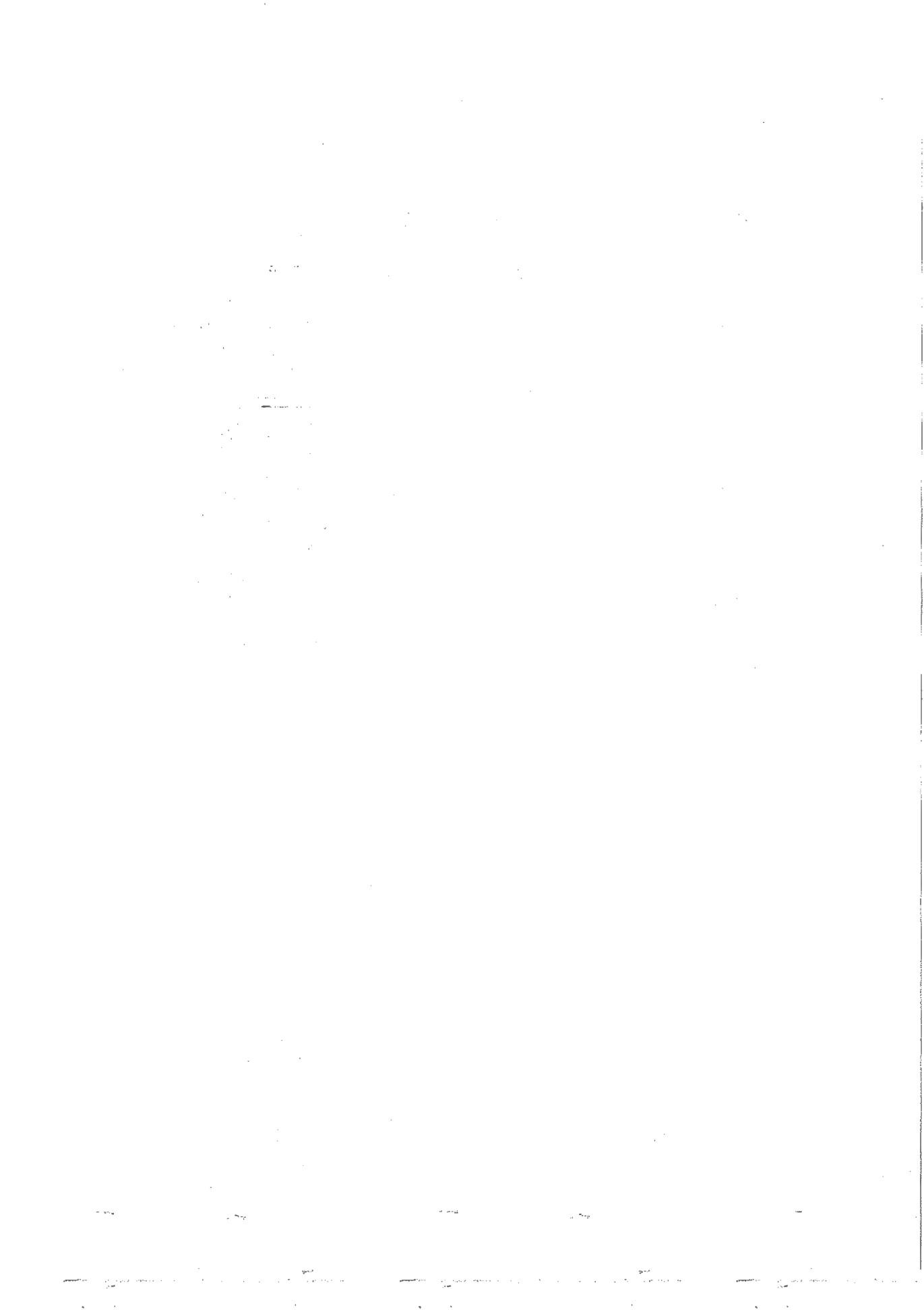
الفصل الأول

• المشتقات المالية •

أهداف الفصل :

بإنتهاء دراستك لهذا الفصل يجب أن تكون قادراً على :

- * تفهم فكرة المشتقات ولماذا سميت بهذا الاسم .
- * تفهم الأنواع الرئيسية للمشتقات .
- * تفهم أهمية استخدام المشتقات لإدارة المخاطر .
- * التعرف على المعاملين في المشتقات ودرافهم .



الفصل الأول

المشتقات المالية

المبحث الأول: تمهيد و خلاصات

* مقدمة عن مفهوم المشتقات :

المشتقات Derivatives هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أى الأصول التي تمثل موضوع العقد Underlying Asset) والأصول التي تكون موضوع العقد تتتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية .. الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد ومن أهم المشتقات :

* عقود الاختيارات Options

* العقود المستقبلية Futures Contracts

* عقود المبادلات Swaps

* أدوات مالية أخرى Other Instruments

ولتفهم كيف تعمل المشتقات ، أفترض أنك اشتريت عقد اختيار يتيح لك شراء سهم معين في المستقبل ويسعر يحدد الآن (ربما يختلف عن السعر الحالى) فإذا ارتفع سعر السهم السوقى الموجود في العقد الذى أشتريته ، فإن قيمة العقد الذى معك سوف تزيد أيضاً لأنها تشتق أو تعتمد على قيمة الأصل محل العقد ، وبالطبع إذا هبطت أسعار السهم السوقية إلى أدنى من السعر المحدد فى العقد للتنفيذ ، فإن قيمة عقدك تنتهي وتصبح عديمة القيمة .

ولكي تدخل فى عقد اختيار شراء أو أى مشتقة أخرى ، فإن الطرف الثانى

المقابل لك يجب أن يكون راغباً في أن يبيع لك ، ولذلك فإن توقعات أطراف العقود المشتقة تكون دائماً عكسية .

ولتقريب فكرة المشتقات إلى الذهن ، فإننا نفترض أنك تملك منزلاً وترغب في بيعه ، وسعر المنزل السوقي الآن هو 75000 جنيه ، ويوجد شخص يرغب في شراء المنزل ولكنه لا يملك النقدية الكافية لسداد قيمة المنزل ، ولذلك تقدم إليك هذا الشخص بعرض يتلخص في أنه سوف يدفع لك فوراً مبلغ 2000 جنيه مقابل أن تعطيه الحق في شراء المنزل بنفس السعر أي 75000 جنيه وذلك لمدة ستين يوماً ويفرض أنك وافقت على هذا الاتفاق ، لذلك فإنك سوف تعطى المشتري الحق في أن يختار بين شراء المنزل بهذا السعر أو عدم الشراء ، ومقابل ذلك تحصل على مبلغ 2000 جنيه السابق الاشارة إليها ، ولاحظ أنك بمجرد التعاقد فلن تستطيع بيع المنزل لأى شخص آخر لمدة ستين يوماً ، وإذا لم يختار المشتري تنفيذ شراء المنزل حتى نهاية هذه المدة فإنه يكون من حقك بعدها بيع المنزل .

فإذا ارتفعت أسعار العقارات خلال المدة المحددة وأصبح السعر السوقي للمنزل فرضاً 80000 فإن المشتري سوف يختار بديل التنفيذ لأنه يشتري منزل بمبلغ محدد في العقد وهو 75000 جنيه في حين أن قيمته السوقية 80000 جنيه ويحقق مكسب من وراء ذلك قدره 5000 جنيه وإذا طرحتنا منه المبلغ المدفوع بداية وقدره 2000 فإن الربح الصافي سوف يكون 3000 جنيه ، ولكن إذا وجد المشتري خلال الفترة المحددة منزل أفضل أو مماثل بسعر منخفض ولتكن 72000 فإنه لن يشتري منزلك وفي هذه الحالة يخسر المشتري مبلغ 2000 جنيه الذين دفعهم بداية وتكسبهم أنت ويمكنك بعد إنتهاء المهلة المحددة أن تبحث عن شخص آخر ليشتري منزلك .

ولاحظ أيضاً أنه بقيامك ببيع عقد اختيار لشراء منزلك لمدة 60 يوماً فإنك تفقد فرصة بيع المنزل لمدة 60 يوماً وإذا لم يمارس المشتري حق الاختيار فإنك سوف تبحث عن فرصة أخرى لبيع المنزل لشخص آخر.

وهكذا فإن مفهوم المشتقات يتلخص فيما يلى :

- أ - هي عقود .
- ب - قتم تسويتها في تاريخ مستقبلي .
- ج - لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود .
- د - تعتمد قيمتها (أى المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعنى أى الأصل موضوع العقد (أى تشقق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات .

ويتضمن العقد :

- أ - تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل .
- ب - تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر .
- ج - تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد .
- د - تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون :
 - * سعر فائدة محدد .
 - * سعر ورقة مالية .
 - * سعر سلعة .
 - * سعر صرف أجنبي .

- * مؤشر أسعار .
- * تقييم أو مؤشر ائتماني .
- * تغيرات مماثلة .

المتعاملون في عقود المشتقات

Hedgers

١ - المتحوطون :

يهم المتحوطون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها ، والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكيد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج .

Speculators

٢ - المضاربون :

ويراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية ، لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق كسب .

Arbitrageurs

٣ - المراجحون :

ويدخلون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة .

الأنواع الرئيسية لعقود المشتقات

Options

* عقود الاختيار

Futures Contracts

* العقود المستقبلية

Forwards Contracts

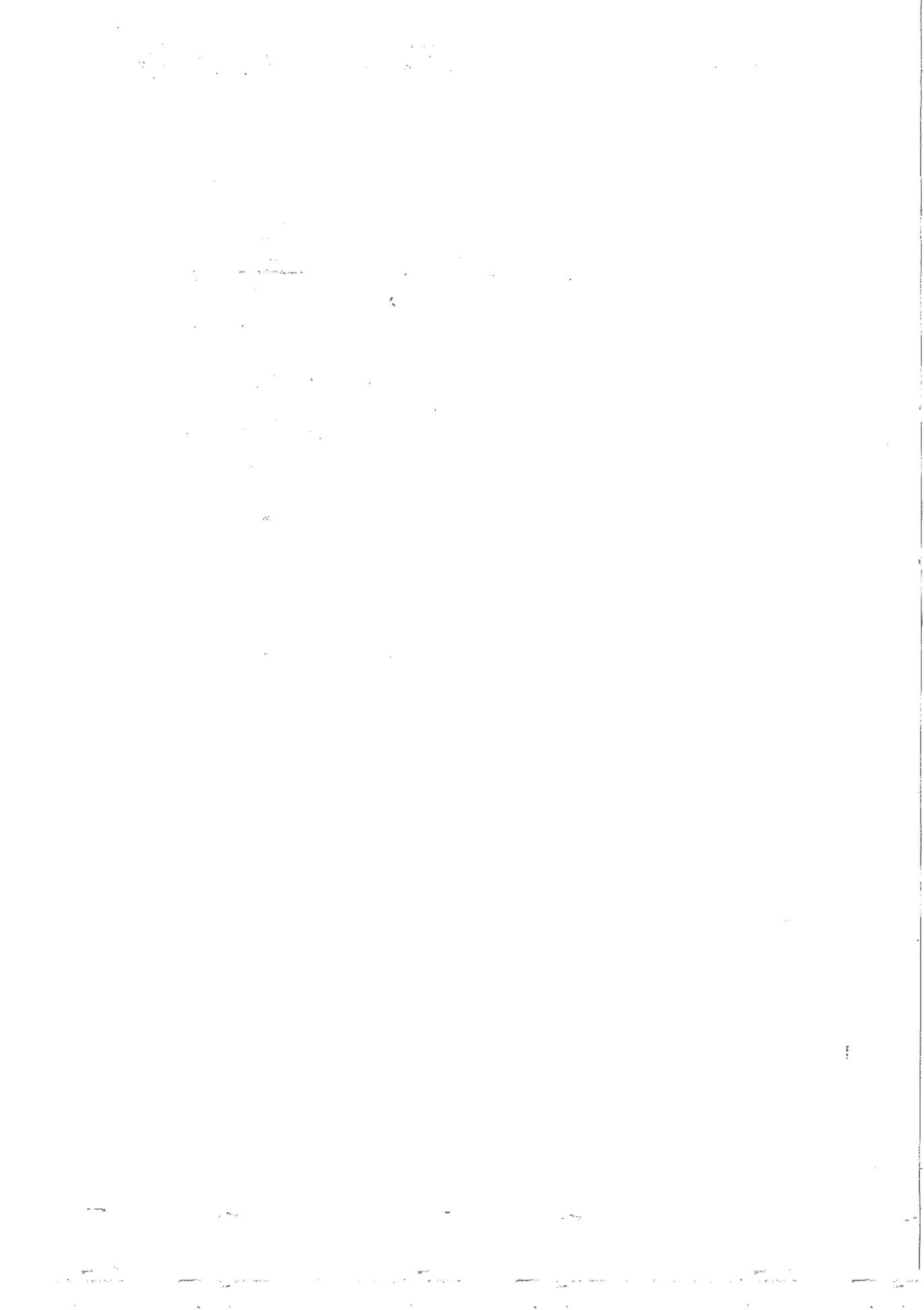
* العقود الآجلة

Swaps

* عقود المبادلات

وسوف نتناول هذه العقود بالتفصيل في الفصول التالية .

- * مخاطر التعامل في المشتقات .
- * مخاطر الائتمان .
- * مخاطر التمويل .
- * المخاطر التشغيلية .
- * المخاطر القانونية .
- * مخاطر أسعار الصرف .
- * مخاطر أسعار الفائدة .
- * مخاطر السوق .



البحث الثاني

أنواع المشتقات المالية Derivatives

المشتقة أو الورقة المالية المشتقة هي أداة مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية ، وفي السنوات الأخيرة اكتسبت الأوراق المالية المشتقة أهمية متزايدة في مجال التمويل ، ويتم الآن تداول عمليات التسليم الآجل Options وخيارات البيع / الشراء الآجل Futures بنشاط في كثير من البورصات ، ويتم تداول العقود الآجلة Forward والمبادلات Swaps ، وأنواع أخرى مختلفة كثيرة لخيارات الشراء/البيع الآجل والتي يتم التداول عليها بانتظام خارج البورصات بواسطة مؤسسات مالية وعملائها فيما يطلق عليه «السوق غير النظامية أو غير الرسمية للأوراق المالية» . وتشكل الأوراق المالية المشتقة الأخرى والأكثر تخصصاً جزءاً من إصدار سندات أو أسهم .

وتعرف المشتقات أيضاً بأنها «مطالبات محتملة» أي "Contingent Claims" ويستخدم هذان المصطلحان كبديل لبعضهما البعض وفي كثير جداً من الأحيان تكون المتغيرات التي ترتكز عليها الأوراق المالية المشتقة هي أسعار الأوراق المالية المتداولة ، ف الخيار شراء/بيع الأسهم Option هو مشتق تعتمد قيمته على سعر السهم ، ومع ذلك فإن المشتقة يمكن أن تعتمد قيمتها على أي متغير تقريباً من أسعار الخنازير إلى كمية الثلوج المساقطة على منتجع تزلج معين .

ويهدف هذا الكتاب إلى تحقيق ثلاثة أهداف على النحو التالي :

- الأول : دراسة خصائص المشتقات الشائعة الاستخدام في الواقع العملي.
- الثاني : تقديم إطار نظري يمكن في إطار تفسير كيفية تقييم المشتقات واستخدامها في الحماية .

الثالث : توضيح المعالجة المحاسبية للأدوات المالية (الاعتراف ، القياس ، الأفصاح) .

وهذا الفصل ي العمل على تقديم نظرة عامة على العقود الآجلة Forward Contracts والعقود المستقبلية Futures Contracts وعقود الاختيارات Options Contracts وفي الفصول التالية سوف نناقش هذه الأدوات وأسلوب تداولها بمزيد من التفاصيل .

Forward Contracts

أولاً، العقود الآجلة:

العقود الآجلة هي مشتقة بسيطة أى أنها :

«اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين»
ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من الشركات ، ولا يتم تداوله في البورصات عادة .

ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزاً طويلاً ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر ، وسوف يشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسم سعر التسليم Delivery Price ووقت الدخول في العقد يتم اختيار سعر التسليم بحيث تكون قيمة العقد الآجل صفر بالنسبة للطرفين ، ويعنى ذلك أن اتخاذ مركز قصير أو طويل لا يكلف شيئاً .

وتم تسوية العقد الآجل عند استحقاقه حيث يقوم حائز المركز القصير(البائع) بتسلیم الأصل إلى حائز المركز الطويل مقابل مبلغ نقدي مساوى لسعر التسليم ، ومن التغيرات الرئيسية التي تقرر قيمة أى عقد آجل في وقت ما السعر السوقى للأصل .

وكما ذكرنا من قبل تكون قيمة العقد الأجل صفرأً عند الدخول فيه في بادئ الأمر ، وفيما بعد يمكن أن تكون له قيمة موجبة أو سالبة حسب التحركات في سعر الأصل ، على سبيل المثال : إذا ارتفع سعر الأصل بشكل حاد بعد أبرام العقد تصبح قيمة المركز الطويل في العقد الأجل موجبة وقيمة المركز القصير سالبة .

Forward Price

السعر الأجل

يعرف السعر الأجل لعقد ما بأنه سعر التسليم الذي يجعل قيمة ذلك العقد صفرأً ، ويستتبع ذلك أن السعر الأجل وسعر التسليم يكونان متساوين وقت الدخول في العقد ، ومع مرور الوقت يصبح السعر الأجل معرضًا للتغيير على حين يظل سعر التسليم كما هو بالطبع ، ولذلك فإن الاثنين غير متساوين – إلا بالحظ والمصادفة – في أي وقت لاحق لبدء العقد ، وبصفة عامة يتفاوت السعر الأجل في أي وقت معين مع تفاوت مدة استحقاق العقد موضوع البحث ، فعلى سبيل المثال :

السعر الأجل لعقد شراء أو بيع خلال ثلاثة شهور يختلف عن ذلك الخاص بعقد شراء أو بيع خلال ستة شهور .

وتدخل المؤسسات في عقود آجلة مدرجة في البورصات الأجنبية في العتاد، ويعرض الجدول 1-1 عروض أسعار صرف الجنيه الاسترليني والدولار الأمريكي في 8 مايو 1995 ، ويشير عرض الأسعار الأول أنه – مع تجاهل العمولات وتكاليف المعاملات الأخرى – يمكن شراء الجنيه الاسترليني أو بيعه في السوق الفورية (أى مقابل تسليم فوري) بسعر 1.6080 دولار للجنيه الواحد .

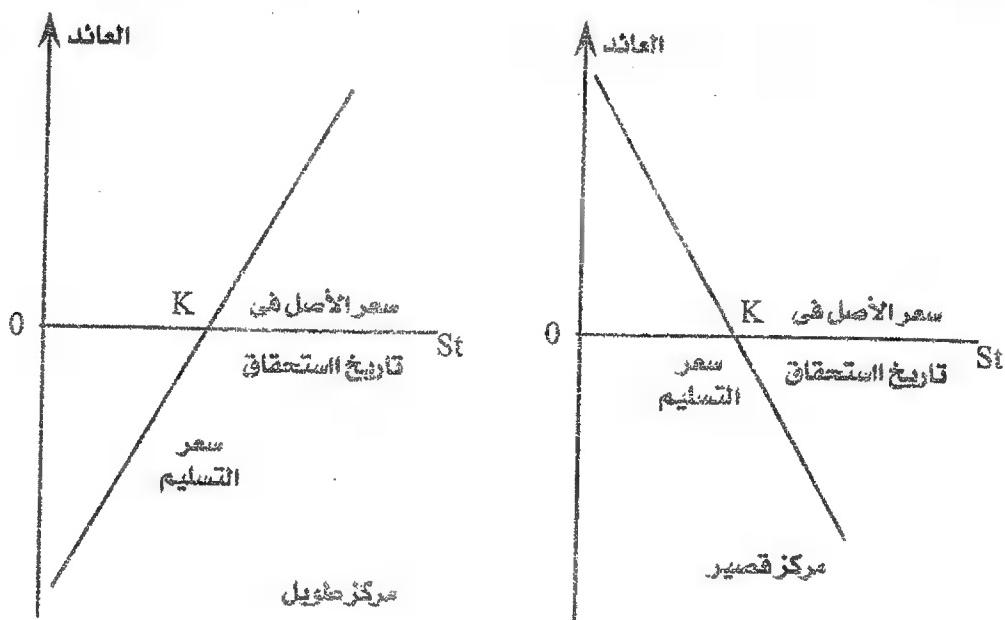
أما العرض السعري الثاني فيشير إلى أن السعر الأجل (أو سعر الصرف

الأجل) لعقد شراء أو بيع الجنيه الاسترليني في 30 يوماً هو 1.6076 دولار للجنيه الواحد ، أما سعر الصرف الثالث فيشير إلى أن السعر الأجل لعقد شراء أو بيع الاسترليني في 90 يوماً هو 1.6056 دولار للجنيه الواحد ... وهلم جرا .

• جدول (1-1) :

عروض أسعار الصرف الفورية والأجلة للجنيه الاسترليني في 8 مايو 1995 :

1.6080	فوري
1.6076	30 يوماً - أجل
1.6056	90 يوماً - أجل
1.6018	180 يوماً - أجل



سعر التسليم = K

سعر الأصل في تاريخ الاستحقاق = St

• العوائد (المرودات) المستمدة من العقود الآجلة •

افتفرض أن مستثمراً دخل في عقد أجل طويل في 8 مايو 1995 لشراء مليون جنيه إسترليني في 90 يوماً بسعر صرف قدره 1.6065 .

إن هذا العقد سوف يلزم المستثمر بشراء مليون جنيه إسترليني نظير 1605600 دولار ، فإذا ارتفع سعر الصرف الفوري إلى 1.6500 - مثلاً - في نهاية الـ 90 يوماً سوف يكسب المستثمر 44400 دولار أمريكي وهي ناتج :

$$= (1650000 - 1605600)$$

وذلك لأن الجنيهات الإسترلينية يمكن أن تباع بـ 1650000 دولار فور شرائها ، وبالمثل إذا هبط سعر الصرف الفوري إلى 1.55 في نهاية الـ 90 يوماً ، فإن المستثمر سوف يخسر 55600 دولار لأن العقد الآجل سوف يؤدي بالمستثمر إلى دفع مبلغ يزيد عن السعر السوقى للإسترلينى بمقدار 55600 دولار أمريكي.

ويوجه عام ، يكون العائد المتولد من المركز الطويل في عقد أجل لوحدة واحدة من أصل ما هو :

$$St - K$$

حيث :

K هي سعر التسليم و St السعر الفوري للأصل عند موعد استحقاق العقد ، ويعود ذلك إلى أن حائز العقد ملزم بشراء أصل قيمته St مقابل K وبالمثل فإن العائد المتولد للمركز القصير في عقد أجل لوحدة واحدة من أصل ما يكون :

$$K - St$$

وهذه العوائد يمكن أن تكون سالبة أو موجبة ، ويتبين في الشكل 1-1 ،
وحيث أن الدخول في عقد أجل لا يكلف شيئاً يكون العائد المتولد من العقد هو

مجموع المكاسب أو الخسارة التي تعود على المستثمر من وراء العقد .

Futures Contracts

ثانياً: العقود المستقبلية

على غرار العقد الأجل ، فإن العقود المستقبلية هي إتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين ، ولكن على خلاف العقود الآجلة يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات ، ومن أجل جعل التداول ممكناً تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد ، ونظراً لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة ، فإن البورصة توفر آلية تعطى كلاً من الطرفين ضماناً بأن العقد سوف يحترم .

وأكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها هي مجلس شيكاغو للتجار (CBOT) وبورصة شيكاغو ميركانتاييل (CME) وفي هذه البورصات وغيرها تشكل مجموعة عريضة جداً من السلع والأصول المالية والأصول الأخرى محلأً للعقود المختلفة .

وتشمل السلع أجزاء من لحوم الخنازير، الماشية الحية ، السكر ، الصوف، الأخشاب ، النحاس ، الألومنيوم ، الذهب ، القصدير، أما الأصول المالية فتشمل مؤشرات الأسهم ، العملات ، آذون الخزانة ، وسندات الخزانة .

ومن أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية Futures Contracts والعقود الآجلة Forward Contracts أنه لا يتم تحديد موعد دقيق بالضبط للتسليم في العقود المستقبلية ، ويشار للعقد بشهر تسليم ، وتحدد البورصة الفترة أثناء الشهر التي يجب إجراء التسليم فيها ، وبالنسبة للسلع تكون مدة التسليم هي الشهر كله عادة ، وللهايز المركز القصير الحق في اختيار الوقت الذي سيقوم فيه بالتسليم خلال فترة أو مدة التسليم ، ويتم عادة تداول عقود ذات شهور تسليم عديدة مختلفة في وقت واحد ، وتحدد البورصة المقدار الذي سيسلم من الأصل

بموجب عقد واحد ، وكيف سيتم تقديم عرض بسعر العمليات الآجلة وربما أيضاً حدود المبالغ التي يمكن لأسعار العمليات الآجلة أن تتحرك في نطاقها . في أى يوم واحد ، وفي حالة سلعة ما ، تحدد البورصة أيضاً جودة المنتج ومكان التسليم ، تأمل على سبيل المثال :

حالة عقد مستقبليات بالقمح الجارى تداوله حالياً في مجلس شيكاغو للتجارة ، ان حجم العقد 5000 بوشيل ، وتوجد عقود متاحة بـ 5 شهور تسليم (مارس ، مايو ، يونيو ، سبتمبر ، ديسمبر) حتى 18 شهراً في المستقبل ، وتحدد البورصة درجات أو أصناف القمح التي يمكن أن تسلم وأماكن التسليم .

ويتم نشر أسعار العمليات المستقبلية بانتظام في الصحف المالية في الولايات المتحدة ، افترض أنه في أول سبتمبر كان سعر عمليات ديسمبر الخاصة بالذهب 500 دولار ، وهذا هو السعر - مع استبعاد العمولات - الذي يمكن أن يوافق المستثمر على شراء أو بيع الذهب به مقابل تسليم ديسمبر ، ويتم تحديده في البورصة بنفس الطريقة التي تحدد بها الأسعار الأخرى (أو وفقاً لقانون العرض والطلب) وإذا أراد عدد أكبر من المستثمرين إتخاذ مركز طويل وليس قصير يرتفع السعر أما إذا كان العكس صحيحاً يهبط السعر .

ثالثاً؛ عقود الاختيارات (الخيارات)

تم تداول عقود خيارات الشراء/البيع الأجل للأسهم أول مرة في بورصة منظمة عام 1973 ، ومنذ ذلك الوقت حدث نمو كبير في أسواق خيارات الشراء/البيع الأجل ، ويتم تداول هذه الخيارات الآن في بورصات كثيرة حول العالم ، ويتم تداول كميات كبيرة من خيارات الشراء/البيع الأجل في الأسواق غير الرسمية بواسطة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى ، وتشمل الأصول

موضوع الخيارات كل من الأسهم ، مؤشرات الأسهم، العملات ، أدوات الدين ، السلع ، والعقود المستقبلية .

وهناك نوعان أساسيان من خيارات الشراء/البيع الأجل ، ف الخيار الشراء الأجل Call Option يعطى حائزه الحق في شراء الأصل محل العقد في تاريخ معين ومقابل سعر معين ، أما خيار البيع الأجل Put Option فيعطي حائزه الحق في بيع الأصل محل العقد في ميعاد معين ومقابل سعر معين ، ويعرف الثمن في العقد باسم سعر الممارسة ، أما التاريخ أو الموعد في العقد فيعرف باسم تاريخ إنتهاء سريان العقد أو صلاحيته أو تاريخ الممارسة أو تاريخ الاستحقاق .

وعقود اختيارات الشراء/البيع الأجل الأمريكية يمكن أن تمارس في أي وقت حتى تاريخ إنتهاء الصلاحية ، أما عقود اختيارات الشراء/البيع الأجل الأوروبية فيمكن أن تمارس فقط في تاريخ إنتهاء الصلاحية ذاته ، ومعظم الخيارات التي يتم تداولها في البورصات تكون أمريكية ، ومع ذلك يسهل تحليل عقود الاختيارات الأوروبية عن العقود الأمريكية .

ومما يجدر التأكيد عليه أن خيار الشراء/البيع الأجل يعطى حائزه الحق في فعل شيء معين ولكن لا يتعين عليه بالضرورة أن يمارس هذا الحق ، وهذا هو الفارق الأساسي بين عقود الخيارات من ناحية والعقود الآجلة والعقود المستقبلية من ناحية أخرى ، حيث يكون الحائز ملزماً بشراء أو بيع الأصل موضوع العقد أو العمليات الآجلة ، لاحظ أيضاً أنه بينما لا يكلف الدخول في عقد آجل أو مستقبل شيناً فإنه توجد تكلفة للدخول في عقد لخيارات الشراء/البيع الأجل وهي العلامة .

• أمثلة •

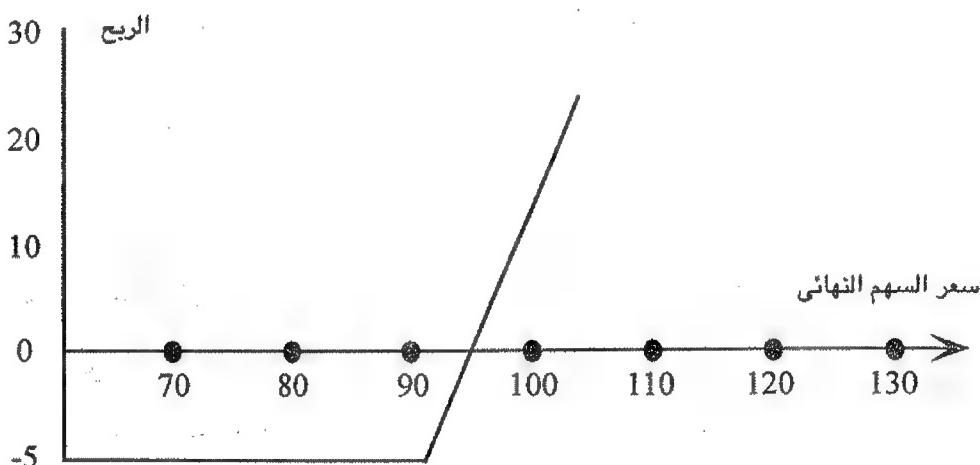
افترض أن هناك مستثمر يشتري 100 خيار شراء أجل أوربي في أسهم IBM بسعر ممارسة 100 دولار ، افترض أيضاً أن سعر السهم الجارى 98 دولاراً ، وأن تاريخ إنتهاء صلاحية الحق يحل خلال شهرين وأن سعر الخيار 5 دولارات .

وحيث أن عقود الخيار أوربية ، لا يستطيع المستثمر أن يمارسها إلا في تاريخ إنتهاء الصلاحية نفسه ، فإذا كان سعر السهم في هذا اليوم أقل من 100 دولار ، فسوف يختار مشتري العقد عدم تنفيذ الخيار أو الحق المتاح له (ويرجع ذلك إلى أنه لا توجد جدوى من الشراء في هذه الحالة ، فكيف يشتري شخص سهم بـ 100 دولار سعر الممارسة ، في حين أن قيمته السوقية التي يمكن الشراء بها أقل من 100 دولار) .

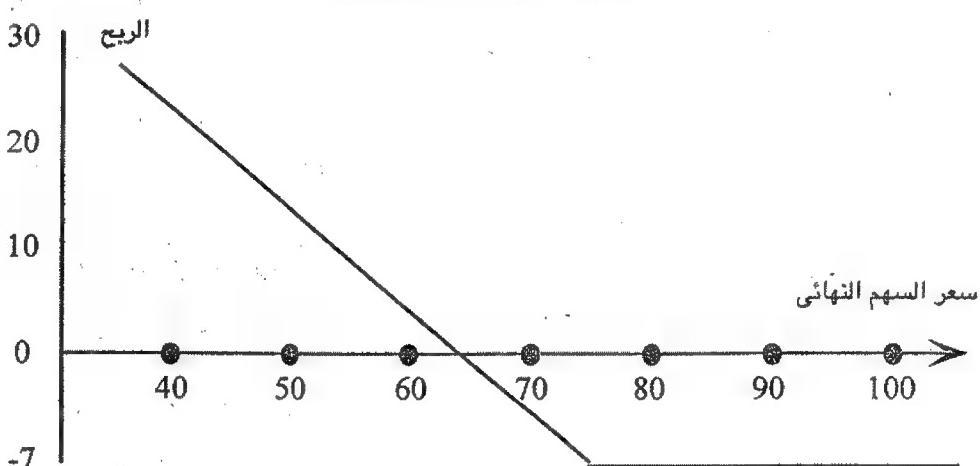
وفي مثل هذه الظروف يخسر المستثمر كاملاً مبلغ الاستثمار المبدئي أي العلوة المدفوعة 5×100 أي 500 دولار ، أما إذا كان سعر السهم أكبر من 100 دولار في تاريخ إنتهاء الصلاحية ، فإن مشتري الخيار سوف يمارس حقه في الشراء - أفترض مثلاً - أن سعر السهم 115 دولار ، ففي هذه الحالة فإن المستثمر (مشتري عقد الخيار) يستطيع أن يشتري 100 سهم بسعر 100 دولار للسهم الواحد في حين أنه يباع في السوق بمبلغ 115 وإذا بيعت هذه الأسهم فوراً فإن المستثمر يحقق مكسب قدره 15 دولار في السهم الواحد ، أو ما مجموعه 1500 دولار . وذلك مع تجاهل تكاليف المعاملات ، وعندما يتم أخذ التكالفة المبدئية لعقد الاختيار في الحساب (أي 5 دولار لكل سهم ، يكون صافي ربح المستثمر 10 دولار للسهم الواحد أو 1000 دولار (ويتجاهل هذا الحساب القيمة الزمنية للنقد) ويوضح الشكل (1-2) كيف تختلف خسارة أو ربح المستثمر في الخيار الواحد مع اختلاف سعر السهم النهائي ، لاحظ أنه في

بعض الحالات يمارس المستثمر خيار الشراء ومع ذلك يتکبد خسارة في المجموع ولنأخذ الموقف الذي يكون فيه سعر السهم 103 دولار في تاريخ إنتهاء الصلاحية ، أن المستثمر سوف يمارس حقه في الشراء ولكنه سوف يخسر 200 دولار إجمالاً وهي الفرق بين العلامة التي دفعها وقدرها 500 دولار (5×100 سهم) والمكاسب الحقيقية من ممارسة خيار الشراء (3×100 سهم) ، وهذا أفضل من عدم ممارسة الخيار لأنه سوف يخسر في هذه الحالة مقدار العلامة كلها والبالغ 500 دولار وعلى حين أن مشتري خيار الشراء الأجل يأمل في أن يرتفع سعر السهم . فإن مشتري خيار البيع الأجل يأمل في أن ينخفض السعر ، افترض مثلاً أن مستثمر ما يشتري 100 خيار بيع أجل أوربي في أسهم شركة كوكاكولا بسعر ممارسة 70 دولاراً . افترض أيضاً أن سعر السهم الجارى هو 66 دولاراً وأن تاريخ إنتهاء سريان الحق يحل خلال ثلاثة شهور وأن سعر عقد الخيار هو 7 دولارات ، ولأن الحقوق أوربية ، فسوف تمارس فقط في تاريخ إنتهاء الصلاحية وإذا كان سعر السهم أعلى من 70 دولاراً في ذلك اليوم فإن المستثمر لن يمارس الخيار ويخسر في هذه الحالة مقدار العلامة ، أما إذا كان سعر السهم منخفضاً فرضاً 50 دولاراً في ذلك اليوم ، في هذه الحالة فإن المستثمر يستطيع أن يشتري 100 سهم بسعر السهم الواحد 50 دولاراً ووفقاً لشروط عقد خيار البيع يستطيع أن يبيع نفس هذه الأسهم بسعر 70 دولاراً ليحقق بذلك مكاسب قدره 20 دولار للسهم أو 2000 ربح كل (أيضاً مع تجاهل تكلفة المعاملات) وعندما توضع التكلفة المبدئية لشراء عقد الخيار في الحساب يكون صافي ربح المستثمر هو 13 دولاراً فقط للسهم الواحد أو 1300 دولار للربح الكلى ، وبالطبع إذا كان سعر السهم النهائي أكثر من 70 دولاراً فإن صلاحية خيار البيع الأجل تنتهي دون الاستفادة منه ، ويخسر المستثمر 7 دولارات في السهم الواحد أو 700 دولار .

ويوضح شكل (1-3) كيف يختلف ربح أو خسارة المستثمر باختلاف سعر السهم النهائي .



شكل (1-2) الربح من شراء حق شراء أجل أوربي لأسهم IBM
سعر الممارسة 100 دولار



شكل (1-3) ربح شراء خيار بيع أجل لأسهم كوكا كولا
سعر الخيار 7 دولار و سعر الممارسة 70 دولار

وكما ذكرنا من قبل فإن أغلبية خيارات بيع / شراء الأسهم الأجل الأمريكية ليست أوربية ، ويعني هذا أن المستثمرين المذكورين في الأمثلة السابقة لا يتعين عليهم بالضرورة الانتظار حتى موعد إنتهاء الصلاحية لكي يمارسوا حقوق الاختيار ، وسوف نرى في الفصل التالي أن هناك بعض الظروف التي يكون فيها من الأمثل ممارسة حقوق الاختيار في العقود الأمريكية قبل تاريخ الاستحقاق (أى قبل التاريخ النهائي لسريان العقد) .

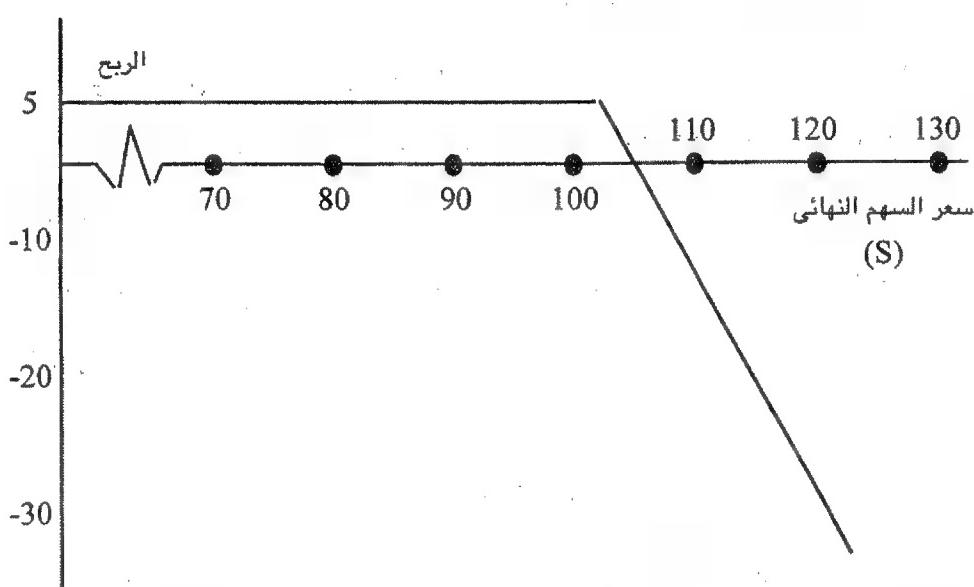
• مراكز خيارات الشراء/البيع الأجل :

يوجد جانباً لكل عقد اختيار (سواء اختيار شراء/أو بيع) ، فعلى أحد هذين الجانبين يوجد المستثمر الذي يتخذ المركز الطويل (أى الذي اشتري حق الاختيار) ، وعلى الجانب الآخر يوجد المستثمر الذي اتخذ مركزاً قصيراً (أى الذي باع حق الاختيار) ، ويحصل باائع الخيار على تقد فوراً (العلاوة) ولكنه يتحمل التزامات محتملة فيما بعد ، وربما أو خسارته عكس ربح أو خسارة مشتري حق الاختيار ، ويوضح الشكلان (1-4) ، (1-5) التباين في الربح والخسارة مع تباين سعر السهم النهائي بالنسبة لبائع خيارات الشراء/البيع الأجل الوارددين في الأشكال (1-2) ، (1-3) .

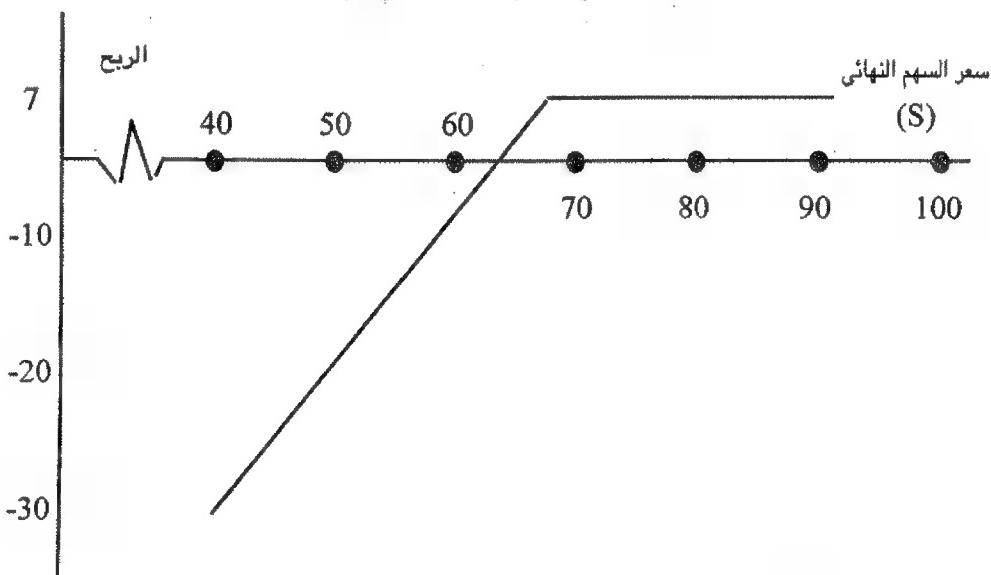
• العوائد أو المردودات :

توجد أربعة مراكز خيارات أساسية ممكنة :

- ١ - مركز طويل في خيار شراء أجل .
- ٢ - مركز طويل في خيار بيع أجل .
- ٣ - مركز قصير في خيار شراء أجل .
- ٤ - مركز قصير في خيار بيع أجل .



شكل (1-4) الربح من بيع خيار شراء أجل لأسهم IBM . سعر الخيار 5 دولار
سعر الممارسة 100 دولار



شكل (1-5) الربح من بيع خيار بيع أجل لأسهم كوكا كولا
سعر الخيار 7 دولار، سعر الممارسة 70 دولار

ويكون من المفيد في أغلب الأحيان تمييز مراكز الخيارات الأوروبية من حيث المردود العائد على المستثمر في تاريخ الاستحقاق ، ولا يتم عندئذ إدراج التكلفة المبدئية للاختيار (حق الاختيار) في الحسابان .

إذا كانت X هي سعر الممارسة و ST هي السعر النهائي للأصل محل حق الاختيار

فإن المردود المتولد من مركز طويل في خيار شراء أجل أوربي يكون :

$$\max(ST - X, 0)$$

ويعكس هذا الأمر حقيقة أن حق الاختيار سوف يمارس إذا كان :

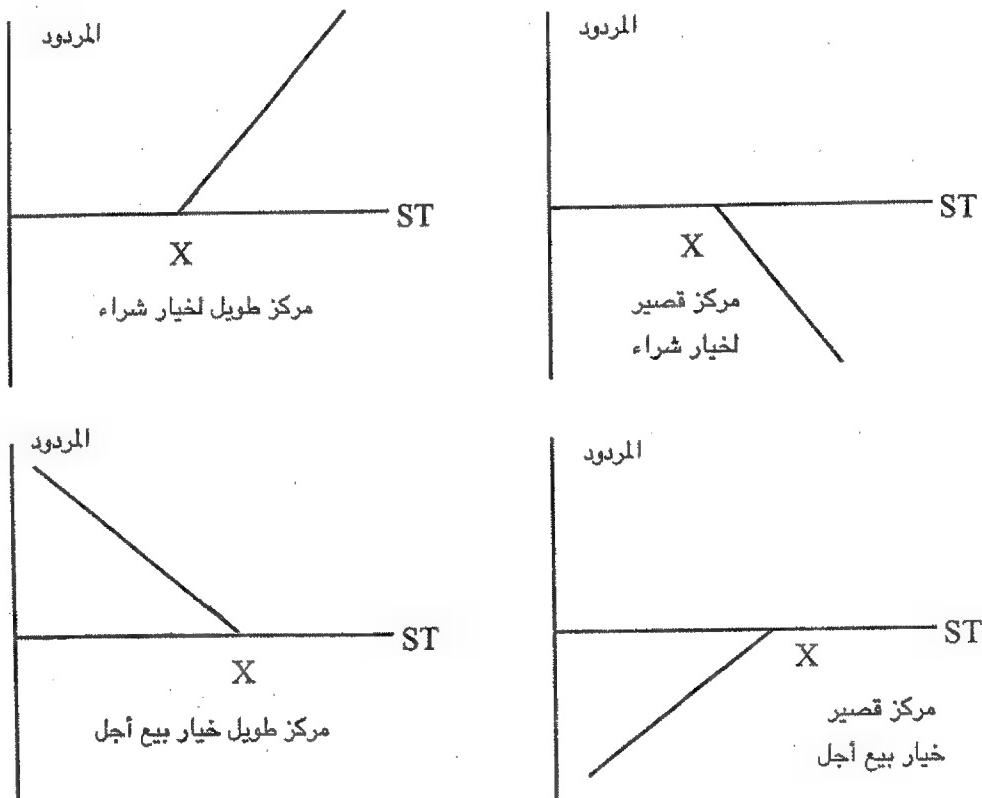
$$ST \leq X \text{ ولن يمارس إذا كان } ST > X$$

ويكون المردود العائد على حائز المركز القصير في حق شراء أوربي

$$- \max(ST - X, 0)$$

أو

$$\min(X - ST, 0)$$



شكل (1-6) مردودات وعوائد المراكز في خيارات الشراء/البيع الأجل الأوروبية
سعر الممارسة X ، سعر الأصل عند الاستحقاق ST

اما المردود العائد على حائز المركز الطويل فى خيار البيع الأوربى فيكون:

$$\max(X - ST, 0)$$

ويكون المردود العائد من المركز القصير فى خيار البيع الأوربى:

$$\min(ST - X, 0)$$

• الأنواع الأخرى من المشتقات:

ان خيارات الشراء الأجل وخيارات البيع الأجل الموصوفة في هذا الفصل يطلق عليها أحياناً «المشتقات المعيارية» Standard Derivatives أو «الفانيليا Vanilla»، وفي الأعوام الأخيرة لجأت البنوك والمؤسسات المالية

الأخرى لتصميم مشتقات مبتكرة وغير معيارية لتلبية حاجات العملاء ، وفي بعض الأحيان تباع هذه بواسطة المؤسسات المالية مباشرة إلى عملائها من المؤسسات ، وفي أحوال كثيرة تضاف إلى إصدارات الأسهم أو السندات لجعل هذه الإصدارات أكثر جاذبية بالنسبة للمشترين ، وبعض المشتقات غير المعارية تكون عبارة عن محفظة تضم أثنتين أو أكثر من عقود اختيار الشراء/أو البيع الأجل من نوع «الفانيليا السادة» ، أما البعض الآخر فيكون أكثر تعقيداً بكثير ، إن إمكانيات تصميم مشتقات جديدة غير معارية ومثيرة للاهتمام تبدو غير محدودة .

ونقدم فيما يلى ثلاثة أمثلة لمشتقات تبدو في ظاهرة معقدة ولكنها في الحقيقة يمكن أن تحل لمحفظة من خيارات البيع/الشراء الأجل من نوع «الفانيليا السادة» .

• مثال : (1-1) إصدار سندات شركة ستاندراد أويل :

في عام 1986 ، أصدرت شركة ستاندراد أويل بعض السندات التي لم يحصل حاملوها على فائدة ، وعند حلول موعد استحقاق السند ، وعدت الشركة بصرف مبلغ 1000 دولار زائد مبلغ أضافي يتحدد بناءً على سعر البترول في ذلك الوقت ، وكان المبلغ الأضافي يساوى حاصل ضرب 170 في أي زيادة في سعر البرميل عند الاستحقاق عن 25 دولاراً، ومع ذلك فقد تحدد حد أقصى للمبلغ الأضافي المدفوع بما يعادل 2550 دولار (وهو ما يعادل سعر 40 دولار للبرميل الواحد) . أي الزيادة 15 عن السعر المحدد وهو 25 مضروبة في المعامل المحدد وهو 170 .

وقد وفرت هذه السندات لحامليها حصة أو مصلحة في سلعة ذات أهمية جوهرية بالنسبة لمصير الشركة، فإذا ارتفع سعر السلعة كانت الشركة في مركز جيد يسمح لها بصرف المبلغ الأضافي لحملة السندات .

▪ مثال : ICON (1-2)

في عام 1985 قام اتحاد المصرفين الاحتشاري بتطوير ICONs (Index Currency Option Notes) وهو عبارة عن سندات يختلف بموجبها المبلغ المحصل بواسطة حامل السند تبعاً لسعر صرف العملات الأجنبية ، ونرمز لأنفين من أسعار الصرف وهما X_1 و X_2 و $X_1 > X_2$.

إذا كان سعر الصرف في تاريخ استحقاق أعلى من X_1 يحصل حامل السند على كامل القيمة الأساسية ، أما إذا كان أقل من X_2 فلا يحصل حامل السند على شيء ، وإذا كان يقع بين X_1 & X_2 يتم الحصول على جزء من القيمة الأساسية الكاملة ، وكان أول إصدار من سندات ICON لحساب بنك اليابان للائتمان طويل الأجل ، ووفقاً لذلك الأمر ICON ، فإنه إذا كان سعر صرف الين الياباني - الدولار الأمريكي أكبر من 169 ين للدولار الواحد عند تاريخ الاستحقاق (في عام 1995) يحصل حامل السند على 1000 دولار .

أما إذا كان أقل من 169 ين للدولار الواحد ، يكون المبلغ الذي يحصل عليه حامل السند :

$$S = \frac{169}{\max[0, 169] - 1000}$$

وعندما يكون سعر الصرف أقل من 84.5 لا يحصل حامل السند على شيء عند حلول موعد الاستحقاق .

▪ مثال : (1-3) العقود الآجلة المرنة ، Range Forward Contract

العقود الآجلة المرنة تحظى بشعبية وقبول واسع في أسواق الصرف الأجنبي . افترض أنه في 8 مايو 1995 وجدت شركة أمريكية أنها ستحتاج إلى الجنيه الاسترليني خلال 90 يوماً وتواجه أسعار الصرف الموضحة في الجدول (1-1) في بداية هذا الفصل ، أن بإمكانها أن تدخل في عقد أجل مدته 90 يوماً

للشراء بـ 1.6056 ، أما العقد الآجل المرن والبديل لذلك فيتضمن تحديد مدى أو نطاق من أسعار الصرف ومن ضمنه السعر الآجل لنفس المدة وهو 1.6056 ، افترض أن الحيز أو المدى المختار يبدأ من 1.5700 وينتهي عند 1.6400 ، والعقد الآجل المرن يكون الغرض منه إذن ضمان أنه إذا كان السعر الفوري في 90 يوماً أقل من 1.5700 تدفع الشركة 1.5700 وإذا وقع بين 1.5700 و 1.6400 تدفع الشركة السعر الفوري ، أما إذا كان أكبر من 1.6400 فإنها تدفع فقط 1.6400 .

• أمثلة أخرى أكثر تعقيداً :

مثلاً ذكرنا من قبل لا يوجد حدود للابتكارات الممكنة في مجال المشتقات ويتم تداول بعض خيارات الشراء/البيع الآجل في الأسواق غير الرسمية . وعوائدها متوقفة على القيمة النصوصى التي يحصل عليها متغير ما خلال فترة زمنية معينة ، والبعض الآخر تتوقف عوائده على القيمة المتوسطة لتغير ما أثناء فترة زمنية معينة ، والبعض الثالث تكون أسعار ممارسته دالات للوقت (أو الزمن) والبعض الرابع يتميز بأن ممارسة حق واحد تعطى الحامل حقاً آخر تلقائياً . والبعض الخامس تتوقف عوائده على مربع سعر فائدة مستقبلي ما ... الخ .

وحتى يومنا هذا ، تمثل التغيرات المبنية عليها خيارات الشراء/البيع الآجل وغيرها من الأدوات المالية المشتقة في أسعار الأسهم مؤشرات الأسهم ، أسعار الفائدة ، أسعار الصرف وأسعار السلع .

ومع ذلك يمكن استخدام متغيرات أخرى، وقد حدث ذلك في بعض الأحوال . على سبيل المثال عرف عن مشغلى منحدرات التزلج على الجليد أنهم يقومون بإصدار سندات يتوقف عائدها على كمية الثلوج المتتساقطة على منتجع معين ، وعرف عن البنوك أنها تقوم بخلق أدوات إيداع تتوقف فائدتها المدفوعة على أداء فريق كرة القدم المحلي .

Types of Traders**خامساً، أنواع المتاجرين في المشتقات:**

يمكن تصنيف المتاجرين في المشتقات إلى :

Hedgers

١ - المحوطين ضد المخاطر

Speculators

٢ - المضاربين

Arbitrageurs

٣ - المراجحين

وسوف نلقى نظرة على كل فئة :

١ - المحوطون :

يهم المحوطون بالأقلال من المخاطرة التي يواجهونها بالفعل ، أفترض أن شركة أمريكية ما تعلم أن عليها أن تدفع مبلغ مليون جنيه استرليني واحد من مورديها البريطانيين خلال 90 يوماً ، وهي تواجه مخاطرة كبيرة متصلة بسعر الصرف ، وتتوقف تكلفة تسديد المبلغ - بالدور الأمريكي - على سعر صرف الجنيه الاسترليني في 90 يوماً .

وباستخدام الأسعار المذكورة في الجدول (1-1) في بداية الفصل تستطيع الشركة أن تختار التحوط عن طريق الدخول في عقد أجل طويل لشراء مليون جنيه استرليني خلال 90 يوماً مقابل 1605600 دولار أمريكي . ويكون تأثير ذلك هو تقييد (تحديد) سعر الصرف الذي سيطرى على الاسترليني الذي تحتاجه .

ولا يتطلب هذا التحوط باستخدام أسعار الصرف الآجلة دفعه مبدئية ، وفي بعض الظروف يوفر للشركة مبلغاً مالياً كبيراً ، على سبيل المثال : إذا ارتفع سعر الصرف إلى 1.7000 يكون حال الشركة أفضل في حالة ممارستها للتحوط، إذا تحقق في هذه الحالة مكسب قدره 94400 دولاراً ، وفي حالات أخرى قد تتمنى الشركة لو أنها لم تقدم على ممارسة التحوط ، على سبيل المثال إذا هبط

سعر الصرف إلى 1.5000 ! ففي هذه الحالة يؤدي التحوط إلى أن يكون الناتج أسوأ بقدر 105600 دولار مقارنة بحالة عدم القيام بالتحوط . ويؤكد هذا المثال أن الغرض من التحوط هو جعل الناتج أكثر تأكداً ولكنه لا يحسن النتائج بالضرورة .

وكديل للعقد الأجل ، تستطيع الشركة أن تشتري عقد خيار شراء أجل لتملك مليون جنيه استرليني بسعر صرف معين مثلًا 1.6000 في 90 يوماً ، وإذا ثبت أن سعر الصرف الفعلى في نهاية 90 يوماً هو 1.6000 ، فإن الشركة تمارس خيار الشراء وتشتري ما تحتاجه من الاسترليني نظير 1600000 دولار بموجب العقد ، أما إذا ثبت أن سعر الصرف الفعلى أقل من 1.6000 فإن الشركة تشتري الاسترليني من السوق بالطريقة المعتادة (وتخلى عن خيار الشراء الأجل لأنها تصبح عديمة القيمة) ، وهذه الاستراتيجية تمكن الشركة من تأمين نفسها ضد تحركات أسعار الصرف غير المواتية والاستفادة في الوقت نفسه من التحركات المواتية ، وبالطبع فإن هذا التأمين له تكلفة ، فعلى حين لا تتطلب العقود الأجلة تكلفة مبدئية فإن عقود الاختيار الأجلة لها تكلفة مماثلة في العلوة المدفوعة لشراء العقد .

٢ - المضاريون :

على حين أن المحتوطيين يريدون أن يتفادوا التعرض للتقلبات والتحركات السعرية الخاصة بأصل معين، فإن المضاربين يرغبون في إتخاذ مركز في السوق وهم أما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو يراهنون على أن السعر سينخفض . ويمكن استخدام العقود الأجلة للمضاربة ، والمستثمر الذي يعتقد أن قيمة الاسترليني ستترتفع بالنسبة للدولار الأمريكي يمكنه أن يضارب عن طريق اتخاذ مركز طويل في عقد أجل مدته 90 يوماً للاسترليني أفترض أنه في الموقف

المذكور في الجدول (1-1) ثبت أن سعر صرف الاسترليني الفعلى الفورى في 90 يوماً هو 1.700 ، وأن المستثمر الذى يدخل فى مركز طويل فى عقد أجل مدة 90 يوماً سوف يكون قادراً على شراء الجنيهات مقابل 1.6056 على حين أن قيمة الاسترليني 1.7000 دولار وبذلك يحقق مكاسب قدره 0.0944. فى الجنيه الاسترليني الواحد .

ويوجد فرق مهم بين المضاربة باستخدام الأسواق الآجلة والمضاربة عن طريق شراء الأصل (فى هذه الحالة الأصل هو العملة) فى السوق الفورية ، وهو أن شراء قدر معين من الأصل فى السوق الفورية يتطلب دفع نقدية مبدئية مساوية لقيمة الكلية لما يتم شراؤه ، أما الدخول فى عقد أجل بنفس مقدار الأصل فإنه لا يتطلب أي دفع نقدية مبدئية ، وهكذا فإن المضاربة باستخدام الأسواق الآجلة يوفر إذن للمستثمر مستوى أعلى بكثير من الرافعة المالية مقارنة بالمضاربة باستخدام الأسواق الفورية .

كذلك فإن خيارات البيع / الشراء الآجل تعطى المزيد من الرافعة المالية عندما تستخدم ، ولتوضيح هذه النقطة أفترض أن سعر سهم ما هو 32 دولاراً وأن هناك مستثمر يشعر أنه سيرتفع لذلك فإنه يشتري خيار شراء آجل بسعر ممارسة 35 دولار وبعلاوة 50.50 دولار ل الخيار الواحد ، وفي ظل هذا العقد فإن السعر إذا لم يرتفع عن 35 دولار أثناء مدة عقد الخيار فإن المستثمر سوف يخسر 50.50 دولار في الخيار الواحد (أو المبلغ المستثمر كعلاوة بنسبة 100%) .

ومع ذلك إذا ارتفع السعر إلى 40 دولار فسوف يحقق المستثمر ربحاً قدره 4.5 دولاراً في الخيار الواحد وهي عبارة عن :

$$= [(40 - 35) - .50]$$

وهذا الربح الصافى يعادل نسبة 900% من الاستثمار المبدئي في العلاوة والذى كان 50 دولار .

٣ - المراجحون :

في هذا النوع من المضاربة يتم تقييد أو نثبيت ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر ، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق (أو عدم توازن) بين سعر عمليات التسليم الأجل لأصل ما والسعر النقدي .

ويمكن توضيح مفهوم المراجحة arbitrage من خلال مثال بسيط للغاية .

أفترض أن سهم معين يتم تداوله في بورصات الأسهم في لندن ونيويورك ، وأنفترض أن سعر السهم 172 دولار في نيويورك ، 100 جنيه استرليني في لندن في الوقت الذي كان فيه سعر الصرف 1.75 دولار للجنيه الاسترليني الواحد . وهكذا يستطيع الشخص الذي يمارس عملية المراجحة أن يشتري 100 سهم من أسهم هذه الشركة في نيويورك ويبيعها في سوق لندن . ويحصل بذلك على ربح عديم المخاطرة هو :

$$= (\$ 1.75 \times 100) - (\$ 1.72 \times 100)$$

أى ربح قدره 300 دولار وذلك في ظل غياب تكلفة المعاملات ، مع ملاحظة أن تكاليف المعاملات من شأنها أن تقضى على الربح بالنسبة للمستثمر الصغير، ومع ذلك فبيوت الاستثمار الكبرى تواجه تكاليف معاملات صغيرة جداً في كل من سوق الأسهم وسوق الصرف الأجنبى، ولذلك فإنها تجد فرصة المراجحة جذابة جداً، وتحاول استغلالها إلى أقصى درجة ممكنة .

وفرصة المراجحة مثل الفرصة التي سبق أن ذكرناها سالفاً لتنا لا يمكن أن تصمد طويلاً . فمع قيام المراجحين بشراء الأسهم في نيويورك (فى المثال السابق) فإن قوى العرض والطلب سوف تدفع سعر الدولار إلى الارتفاع .

وبالمثل عندما يباعون الأسهم في لندن فإن سعر الاسترليني سوف ينخفض ، وبسرعة كبيرة سوف يصبح السعران متعادلان بسعر الصرف الجارى ، والواقع أن وجود أشخاص لديهم منهم كبير للربح باستخدام المراجحة يجعل من المستبعد وجود تفاوت كبير بين سعر الاسترليني وسعر الدولار أصلًا .

وتعميمًا لهذا المثال ، يمكننا القول بأن مجرد وجود المراجحين يعني أن عدد قليل جداً هو الذي يجد فرصة المراجحة ملحوظة في الأسعار المسجلة في معظم الأسواق المالية .

سادساً: ملخص

من التطورات المثيرة للاهتمام في الأسواق المالية على مدى الأعوام العشرين الماضية تنامي شعبية المشتقات ، وفي كثير من المواقف يجد المتداولون والمضاربون أن التداول أو المتاجرة في المشتقات لأصل ما أكثر جاذبية من تداول الأصل ذاته أو المتاجرة فيه ، ويتم تداول بعض المشتقات في البورصات أما البعض الآخر فيتم توفيره للعملاء من المؤسسات بواسطة المؤسسات المالية أو يضاف للإصدارات الجديدة للأوراق المالية ، ولا يبدو أن هناك نقصاً في الأفكار الجديدة في هذا المجال .

ويعمل هذا الكتاب على تقييم المشتقات والهدف هو تقديم إطار موحد يمكن من خلاله تقويم المشتقات وليس فقط خيارات الشراء/البيع الآجل أو العمليات المستقبلية والأجلة ، كما يهدف الجزء التالى من الكتاب إلى إبراز المعالجة المحاسبية للأدوات المالية .

كما ألقينا نظرة في هذا الفصل على العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الاختيار ، والعقد المستقبلي أو العقد الآجل يتضمن التزاماً بشراء أو بيع

أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر ما ، ويوجد نوعان من عقود الاختيار (الخيارات) وهما :

عقود اختيار الشراء وعقود اختيار البيع ، وفي النوع الأول يحصل حائز الخيار على الحق في شراء أصل ما يحلول موعد معين مقابل سعر معين أما خيار البيع الأجل فيعطي حائزه الحق في بيع أصل ما بحلول تاريخ معين مقابل سعر معين ، ويتم تداول العقود الأجلة والمستقبلية والخيارات الآن لمجموعة كبيرة جداً من الأصول المختلفة .

أن المشتقات تعد ابتكارات ناجحة جداً في أسواق المال ، ويمكن تصنيف المتعاملين أو المتاجرين في المشتقات إلى ممارسي تحوط (Hedgers) ومضاربين ، ويكون ممارسو التحوط في وضع يواجهون فيه مخاطرة مرتبطة بسعر أصل ما وهم يستخدمون المشتقات للقليل من المخاطرة أو القضاء عليها ، أما المضاربون فيرغبون في المراهنة على التحركات المستقبلية في سعر أصل ما ، ويستخدمون المشتقات للحصول على رافعة مالية زائدة ، أما المراجعون فيهددون إلى الاستفادة من الفرق بين الأسعار في سوقين مختلفين . فإذا رأوا مثلاً أن سعر الخيارات لأصل ما لا يسير بشكل منسجم ومتوازي مع السعر النقدي يتذبذبون مراكز مقابلة أو عكسية في السوقين للحصول على ربح ما (أى الشراء للأصل من السوق منخفض السعر والبيع لنفس الأصل في السوق مرتفع السعر)

الله
بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِيْمِ

عُوْدُ الْاَخْتِيَارُ
“Options”



الفصل الثاني

• عقود الخيارات Options

أهداف الفصل :

بعد قراءة هذا الفصل ، فإنك سوف تكون قادرًا على :

- * تفهم ماهية عقود الاختيار .
- * تفهم الاختلاف بين عقود خيار الأسهم Stock Option وضمانات الأسهم Stock Warrant .
- * وصف خصائص العائد / المخاطر لعقود الاختيار .
- * وصف المكونات الأساسية لسعر عقد الاختيار والعوامل المؤثرة على هذا السعر .
- * شرح الاستراتيجيات المختلفة التي يستخدمها المستثمر عند التعامل في عقود الاختيار .
- * دور عقود الاختيار في الأسواق المالية .



الفصل الثاني

عقود الاختيارات

البحث الأول، تمهيد و خلاصات

Options

مفهوم عقود الاختيار

عقد الاختيار هو إتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد ويسعر محدد ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل ، وبطبيعة الحال فإن رغبة مشتري العقد في التعامل سوف تتوافر إذا كانت التحركات السعرية المستقبلية للشيء محل العقد في صالحه ، وفي الحالات التي يمتلك فيها حائز العقد الحق في الشراء فإنها تسمى خيارات الشراء Call Option ، أما الحالات التي يمتلك فيها حائز العقد الحق في البيع فإنها تسمى خيارات البيع Put Option ، والتاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ يسمى تاريخ انتهاء صلاحية العقد Expiration Date والسعر المحدد في العقد للتنفيذ يسمى سعر التنفيذ Exercise Price ، وهناك العديد من عقود الاختيارات التي تعطى الحق في التنفيذ في أي وقت حتى تاريخ إنتهاء صلاحية العقد (أى في أي يوم من تاريخ إبرام العقد وحتى آخر يوم محدد في العقد للتنفيذ) وهذه العقود تسمى بعقود الاختيار الأمريكية American Options أما عقود الاختيار التي يتاح فيها فقط التنفيذ في آخر يوم لصلاحية العقد فتسمى عقود الاختيار الأوروبية European Options

وبالمقارنة بالعقود المستقبلية ، فإن عقود الاختيار تنشأ نتيجة لرغبة من الطرفين ، فأحد الأطراف يشتري حق الاختيار للتعامل في تاريخ لاحق والطرف

آخر يبيع هذا الحق ، ويطلق على البائع مصطلح محرر عقد الاختيار Writer ، وبالنسبة للمشترين في عقود الاختيار فإنهم يختارون بين الشراء (في حالة عقود اختيار الشراء) أو البيع (في حالة عقود اختيار البيع) وفقط إذا كان هذا الأمر سوف يحقق مصلحتهم التي اشتروا العقود من أجلها ، ومالك حق خيار الشراء يشتري في حالة إذا ما ارتفع سعر الأصل موضوع العقد عن سعر التنفيذ في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد ، أما مالك حق خيار البيع فإنه يبيع في حالة إذا ما انخفض سعر الأصل عن سعر التنفيذ في تاريخ تنفيذ العقد ، ويملك مشتري عقد الاختيار فرصة تحقيق مكاسب محتملة غير محدودة ، في حين تكون خسارته القصوى محدودة بمقدار العلاوة التي يدفعها لشراء الحق في الاختيار ، بينما يكون محرر العقد أو بائمه على العكس من ذلك فخسارته غير محددة بمبلغ معين في حين أن مكاسبه محدودة بمقدار ما يحصل عليه من علاوة ، ولهذا السبب فإن محرر العقد يطلب سعر للعقد وهو العلاوة وذلك ليقوم بتحرير عقد الاختيار .

ويعرف البعض الخيار Option عادة على أنه الحق في الاختيار بين عدة بدائل . وفي أسواق الأسهم فإن عقد الخيار هو الحق في شراء أو بيع سهم معين بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة . وقيمة عقد الخيار سوف تشتغل من Derived (أو تعتمد على Depends Upon) الورقة المالية الأصلية والتي يكون الخيار هو الحق في شرائها أو بيعها ، ولذلك يشار إلى عقود الاختيار بأنها أوراق مالية مشتقة Derivative Securities وتأخذ عقود الخيارات أشكال متعددة تشمل خيار الشراء Calls وخيارات البيع Puts والضمادات Warrants Mayo 1997 p. 591 .

ويعرف البعض الآخر الخيار بأنه عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو البائع باعطاء مشتري العقد الحق (وليس التزام) في أن يشتري منه أو يبيع له شيء ما (سلعة أو أداة مالية) بسعر معين وخلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ معين، ولذلك يشار إلى محرر عقد الخيار The Option Writer ، وهو يعطى هذا الحق للمشتري في مقابل مبلغ من المال يسمى سعر الخيار Option Price أو مكافأة (علاوة) الخيار Option Premium والسعر الذي يباع أو يشتري به الأصل يسمى سعر التنفيذ Exercise Price أو Strike Price .

وفي العقود التي يمنح فيها المشتري الحق في شراء أصل معين من محرر العقد (البائع) فإنه يشار إليها بعقود خيارات الشراء Call Option ، أما الحالات التي يخول فيها المشتري الحق في بيع أصل معين لمحرر العقد فإنها تسمى عقود خيارات البيع Put Option .

ويمكن أيضاً تصنيف عقود الخيارات حسب التاريخ الذي يمكن خلاله للمشتري ممارسة حق الخيار ، وفي عقود الخيارات التي يعطى فيها الحق للمشتري في أن يمارس اختياراته في أي وقت وخلال فترة سريان العقد فإنها تسمى عقود الخيار الأمريكية American Option بينما يوجد نوع آخر من العقود والتي سوف تمارس فقط في تاريخ إنتهاء العقد والتي يشار إليها بأنها عقود الاختيار الأوروبية European Option ويوضح الجدول التالي الحقوق والالتزامات لكل أطراف عقود الاختيار الأمريكية .

جدول يوضح الحقوق والالتزامات لأطراف عقود الاختيار الأمريكية.

الحقوق	الالتزامات	محرر العقد أو البائع		أنواع العقود
		الحقوق	الالتزامات	
يملك الحق في أن يشتري (أو لا يشتري) إذا رغب في ذلك للشيء محل العقد من محرر العقد بسعر التنفيذ المحدد وفي أو قبل إنتهاء صلاحية العقد .	يلتزم بدفع المكافأة أو العلاوة لمحرر العقد أو ما يسمى بسعر الخيار	يستلم مكافأة أو علاوة من مشترى العقد وتنصي عقد (مشترى عقد الخيار) وبسعر التنفيذ المحدد وفي أو قبل تاريخ إنتهاء صلاحية العقد .	الالتزام ببيع الشيء محل العقد للمشتري (إذا اختار المشتري ذلك) وبسعر التنفيذ المحدد في العقدوفي أو قبل تاريخ إنتهاء صلاحية العقد .	عقود اختيار الشراء Call Option
يملك الحق في أن يبيع الشيء محل العقد إلى محرر العقد أو بائعه وبسعر التنفيذ المحدد في العقد وفي أو قبل تاريخ إنتهاء صلاحية العقد .	يلتزم بدفع المكافأة أو العلاوة لمحرر العقد أو ما يسمى بسعر الخيار	يستلم مكافأة أو علاوة من مشترى العقد وتنصي عقد (إذا اختار المشتري ذلك) وبسعر التنفيذ المحدد في العقدوفي أو قبل تاريخ إنتهاء صلاحية العقد .	الالتزام بشراء الشيء محل العقد من المشتري (إذا اختار المشتري ذلك) وبسعر التنفيذ المحدد في العقدوفي أو قبل تاريخ إنتهاء صلاحية العقد .	عقود اختيار البيع Put Option

* Fobozzi, F. 1999 . pp. 380 - 381 :

أنواع عقد الاختيار



أنواع عقود الاختيار الرئيسية

Call Options

(أ) عقود خيارات الشراء :

هو عقد بين طرفين ، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد ويسعر يحد مسبقاً في العقد ومقابل ذلك يحصل على

مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلاوة أو سعر الخيار ، وبطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلاوة للحصول على حق الاختيار ، كما أنه سوف ينفذ العقد ويشتري الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد .

(ب) عقود خيارات البيع

Put Options

هو عقد بين طرفين ، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد ويسعر يحدد مسبقاً في العقد ، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلاوة أو سعر الخيار وبطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلاوة للحصول على حق الاختيار ، كما أنه سوف يبيع الأصل محل العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد .

(ج) الضمانات :

Warrants

يمكن النظر إلى الضمانات على أنها عقود اختيار شراء تصدر بواسطة الشركات على أسهمها وعادة ما تكون لفترات زمنية طويلة مقارنة بعقود الخيارات .

أنواع عقود الاختيار حسب تاريخ تنفيذ العقد

American Options

• عقود الاختيار الأمريكية :

هي عقود يسمح فيها المشتري العقد بأن يمارس حقه في الاختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد .

• عقود الاختيار الأوربية :

European Options

هي عقود يكوب فيها المشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد

• أنواع عقود الاختيار حسب التقطيـة :

Covered Call Option

• عقود اختيار الشراء المغطاة :

هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد أى أنه يستطيع أن يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد .

Uncovered (Naked) Call Option

• عقود اختيار الشراء غير المغطاة :

هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد . ولذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري .

• أنواع عقود الاختيار حسب الربحـية :

• بالنسبة لمشتري عقد اختيار الشراء فإنه :

* يحقق أرباح إذا كان السعر السوقى أكبر من سعر التنفيذ المحدد في العقد ، فعلى سبيل المثال إذا كان سعر التنفيذ المحدد في العقد هو 1000 جنيه وعند التنفيذ كان سعر السوق 1400 جنيه ، فإن مشتري العقد سوف يحقق أرباح قدرها 400 جنيه .

* ويكون عقد اختيار الشراء غير مربع إذا كان السعر السوقى أقل من سعر التنفيذ ، ففى المثال السابق إذا انخفض السعر السوقى إلى 700

جنيه بينما سعر التنفيذ المحدد في العقد 1000 جنيه فإن مشتري العقد لن يختار التنفيذ ، لأنه لن يشتري أصل بـ 1000 جنيه في حين أنه يباع في السوق بمبلغ 700 جنيه.

ويكون عقد اختيار الشراء متكافئاً إذا تساوى سعر السوق مع سعر التنفيذ .

* ويحدث العكس بالنسبة لعقود اختيار البيع .

* ويمكن التعبير عن ذلك من خلال الجدول التالي :

عقود اختيار البيع	عقود اختيار الشراء	بيان
سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ	الخيار المريح In - The - Money
سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ	الخيار غير المريح Out - Of - The - Money
سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	الخيار المتكافئ At - The - Money

•Glossary • المصطلحات

American Option

• عقود الاختيار الأمريكية:

هو عقد اختيار يسمح لحامله أو مشتريه بممارسة حق الاختيار بين بدائل في أي وقت حتى تاريخ إنتهاء صلاحية العقد المحدد.

At-The-Money Option

• الاختيار المتعادل (المتكافئ):

هو الخيار الذي يكون فيه سعر التنفيذ تقريرياً مساوياً لسعر السهم في السوق.

Covered Call Option

• خيار الشراء المغطى:

بيع عقد اختيار ويملك محرر العقد السهم محل العقد.

Derivative Instrument

• الأداة المشتقة:

هي استثمار تعتمد قيمته على ، أو تتشتت من ، استثمار آخر يسمى الأصل الأساسي أو السهم الأساسي.

European Option

• عقود الاختيار الأوروبيّة:

هو عقد اختيار يسمح لحامله أو مشتريه لتنفيذ الاختيار فقط في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد.

Exercise Price

• سعر التنفيذ:

سعر العملية المحدد في عقد الاختيار أو السعر الذي سوف ينفذ الخيار على أساسه ويسمى أيضاً Strike Price .

Forward Contract*** العقد الأجل :**

هو اتفاق بين طرفين متعاملين لتسليم أصل في وقت ثابت محدد في المستقبل ويسعر محدد .

Futures Contract*** العقد المستقبلي :**

هو اتفاق بين متعاملين وغرفة مقاصة البورصة لتبادل أصل وفقاً لشروط نمطية وفي تاريخ ثابت محدد في المستقبل ويسعر محدد .

Initial Margin*** الهاشم المبدئي :**

هي أموال تكون مطابقة من كل من البائع والمشتري لعقد مستقبلي لايداعها في حساب يسمى حساب الهاشم لدى غرفة المقاصة بالبورصة وذلك كنوع من الضمان أو إبداء حسن النية لوفاء أطراف العقد بالتزاماتهم .

In - the- Money Option*** الخيار المربح :**

هو الخيار الذي يكون فيه سعر التنفيذ إيجابياً في علاقته بالسعر السوقى للسهم وهناك :

In - The - Money Put Option*** خيار البيع المربح :**

وهو خيار البيع الذي تكون فيه القيمة السوقية للسهم أقل من سعر تنفيذ عقد الاختيار على هذا السهم .

In - The - Money Call Option*** خيار الشراء المربح :**

وهو خيار الشراء الذي يكون فيه سعر التنفيذ أقل من القيمة السوقية للسهم محل العقد .

Out - Of - The - Money Option

الخيار غير المربح:

وهو الخيار الذي يكون فيه سعر التنفيذ غير إيجابي في علاقته بالسعر السوقى للسهم وهناك :

Out - The - Money Put Option

خيار البيع غير المربح

وهو خيار البيع الذى تكون فيه القيمة السوقية للسهم أعلى من سعر تنفيذ الخيار على السهم محل العقد .

Out - The - Money Call Option

خيار الشراء غير المربح

وهو خيار الشراء الذى تكون فيه القيمة السوقية للسهم أقل من سعر التنفيذ الوارد فى عقد الخيار على نفس السهم .

Option

عقد الاختيار:

هو أداة استثمارية تعطى لحائزها الحق في أن يشتري (فى خيارات الشراء) أو يبيع (فى خيارات البيع) شيء ما بسعر ثابت محدد أما فى تاريخ محدد (العقود الأوروبية) أو فى أي وقت خلال فترة سريان العقد (العقود الأمريكية) .

Option Premium

مكافأة أو علاوة عقد الاختيار

هي السعر المدفوع للحصول على حق الاختيار وتسمى سعر الخيار .

Settlement Price

سعر التسوية

هو سعر الأغلق التقريري لعقد مستقبلي ويتحدد بواسطة لجنة خاصة في البورصة في نهاية كل يوم تعمال .

Spot Market**• السوق الفورية**

هو سوق التداول الذي يتم فيها تبادل النقد والأصول المملوكة بين المشتري والبائع .

Uncovered (Naked) Call Option**• اختيار الشراء غير المغطى**

وهو قيام شخص ما ببيع عقد خيار على سهم لا يملكه ، وفي حالة رغبة مشتري العقد في شراء السهم فإن البائع سوف يضطر إلى شراء السهم .

Naked Put Option**• اختيار البيع غير المغطى**

اختيار البيع الذي لا يقوم فيه محرر العقد بإيداع أموال مقابلة لقيمة تنفيذ العقد (أى أموال تكون بمثابة صمانة للتنفيذ) .

Exercise on Option**• ممارسة حق الاختيار**

المشتري في عقد الاختيار يقوم بتصفية مركزه وذلك من خلال تنفيذ الشروط الواردة في العقد .

• سعر التنفيذ

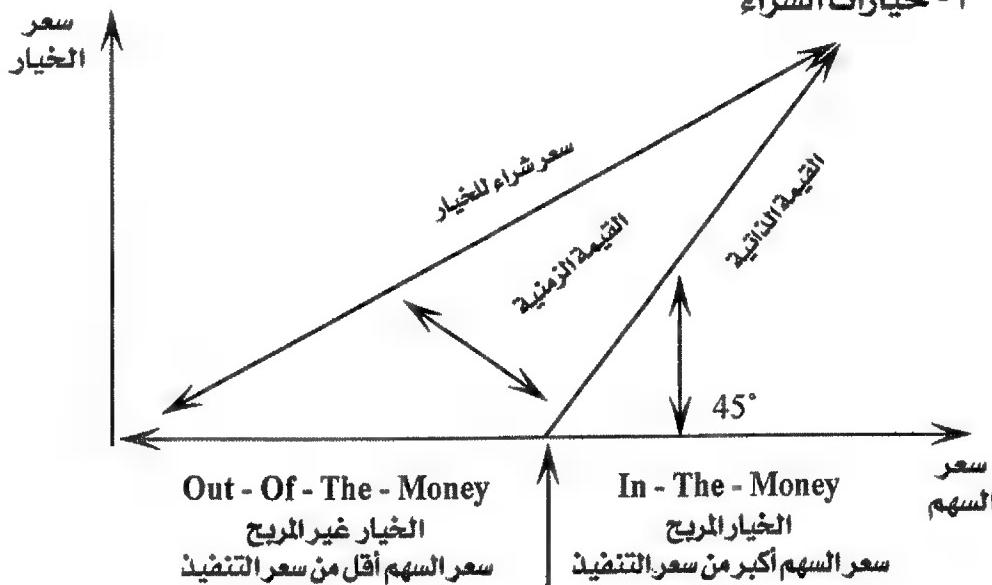
هو السعر المحدد مسبقاً في عقد اختيار الشراء والذي يسمح لمشتري العقد بشراء الأصل المحدد في العقد . أو هو السعر المحدد مسبقاً في عقد اختيار البيع والذي يسمح لمشتري العقد ببيع الأصل المحدد في العقد به .

Futures Option**• الخيار المستقبل**

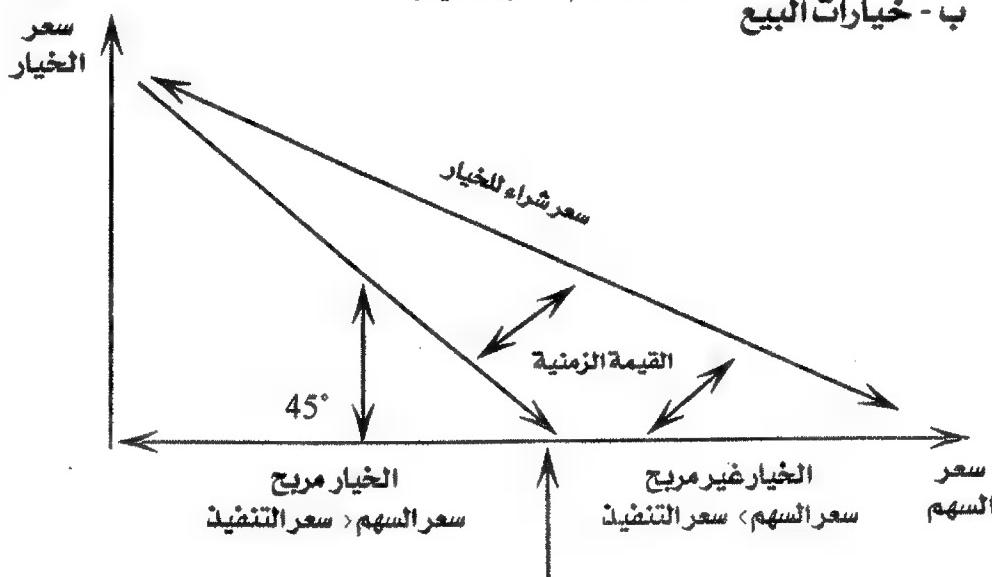
هو حق اختيار في عقد مستقبل .

• العلاقة بين أسعار عقود الاختيار وأسعار الأسهم وأسعار التنفيذ •

أ - خيارات الشراء



ب - خيارات البيع



At - The - Money
ال الخيار متكافئ (أو متعادل)
(سعر السهم = سعر التنفيذ)



المبحث الثاني

عقود الاختيارات (الخيارات) Options تفصيلات

• مقدمة :

تعتبر هذه العقود بديل عن المتاجرة مباشرة في الأسهم العادي ، حيث يستطيع المستثمرون أن يشتروا الأوراق المالية التي تمثل مطالبة أو حق في سهم أو مجموعة من الأسهم . وهذا الخيار يعطى لحامله الحق في استلام أو تسليم حصص من الأسهم في ظروف محددة ، وقد يرى حامل الحق في بعض الأحيان أنه لا توجد حاجة إلى ممارسة هذا الحق لأنه لا يحقق منفعة وبالتالي لا يتم التنفيذ.

ويناقش هذا الفصل حقوق البيع والشراء الأجل للأسهم ، وينصب التركيز هنا على أسلوب عمل حقوق بيع وشراء الأسهم وعلى أهميتها بالنسبة لمديري المحافظ المالية وباعتبارها أوراق مالية مشتقة ، وتعتبر عقود الخيارات Options مبتكرة ومستحدثة في مجال إدارة المخاطرة ، وعليه فإنها تلقى قبولاً واسعاً من جانب المستثمرين ومديري المحافظ المالية ، وسوف نركز الأمثلة على الأسهم العادي.

وتعبر عقود الاختيارات Options عن :

١ - القدرة أو الحق في اختيار بديل معين من بدائلين هما :

* أما ممارسة هذا الحق .

* أو الامتناع عن تنفيذ الحق .

٢ - يعطى عقد الخيار Options لحامله الحق في شراء أو بيع شيء ما بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة (الخيار الأمريكي) أو في

يوم معين (ال الخيار الأدبي) ، وإذا لم يتم ممارسة هذا الحق خلال الوقت المحدد ، فإن هذا الحق ينقضى ويصبح لا وجود له :

فعلى سبيل المثال :

خيار البيع بالأجل Put Option لشيء معين (مثل الأسهم أو السلع أو مؤشر أسعار الأسهم) يعطى مشتري الحق خيار بيع 100 سهم من أسهم شركة ما بسعر محدد قبل حلول تاريخ إنتهاء سريان العقد ، وفي حالة ممارسة هذا الحق فإن مشتري حق البيع سوف يقوم ببيع الأسهم المحددة بالسعر المحدد إلى باائع هذا العقد ، ويقوم المستثمرون بشراء خيارات البيع الآجلة إذا كانوا يتوقعون هبوطاً في أسعار الأسهم وذلك لأن قيمة خيار أو حق البيع الآجل سوف ترتفع مع هبوط أسعار الأسهم ، ولذلك فحقوق البيع الآجل تسمح للمستثمرين بالمضاربة على هبوط أسعار الأسهم دون بيع الأسهم العادية .

• مثال (1-2) :

باائع خيار بيع آجل مدته 1 شهر لأسهم شركة ما (موبيينيل مثلاً) بسعر السهم الواحد 80 جنيهاً، سوف يكون ملزماً تحت ظروف معينة باستلام 100 سهم من أسهم موبينيل من حامل هذا الحق ودفع 80 جنيهاً مقابل السهم الواحد .

أما خيار الشراء الآجل Call Option فإنه يعطى لحامله الحق في شراء 100 سهم من الأسهم العادية لشركة ما محددة في العقد بسعر محدد في أي وقت قبل تاريخ إنتهاء سريان العقد .

ويشتري المستثمرون خيار الشراء الآجل إذا كانوا يتوقعون أن أسعار الأسهم سوف ترتفع ، وذلك لأن أسعار حقوق الشراء الائتماري الآجل والأسهم العادية سوف يتحركان معاً

ولذلك فإن حقوق الشراء الاحتياطي تسمح للمستثمرين بالمشاركة على ارتفاع سعر الأسهم العادي دون شراء الأسهم نفسها.

• مثال (2-2) :

يعطى حق شراء أجل لمدة ستة شهور بشركة كوكاكولا بسعر 50 جنديها للسهم الواحد . وهو ما يعني أن المشتري له الحق في شراء 100 سهم من أسهم شركة كوكاكولا بـ 50 جنديها للسهم الواحد من باائع الحق وذلك خلال ستة شهور قبل حلول موعد ، محدد لاتنتهاء سريان العقد .

وهكذا فإن :

عقود الخيارات: تمثل مطالبات على سهم عادي أصلى ويتم خلقها بواسطة المستثمرين وتتابع لمستثمرين آخرين . والمنشآت التي تكون أسهمها العادية هي أساس هذا المطالبات لا يكون لها مصلحة مباشرة في المعاملة وغير مسؤولة على أي نحو عن خلق أو إنهاء أو تنفيذ عقود خيارات البيع / أو الشراء الأجل .

• لماذا يتم التعامل في أسواق عقود الخيارات ؟

يثار تساؤل :

لماذا ظهرت عقود الخيارات Options رغم أنه يمكن للمستثمر في كل الأحوال أن يشتري حصصاً من الأسهم العادية لشركة ما إذا كان متوفلاً بشأن مستقبل الشركة أو يبيع إذا كان متشارقاً ، ولماذا ينبغي علينا إذن أن نخلق هذه المطالبات غير المباشرة على الأسهم كطريقة بديلة للاستثمار ؟

- لقد طرحت عدة أسباب للإجابة على هذه التساؤلات منها ما يلى
- ١ - حقوق الشراء والبيع الأجل توسيع من الفرص المتاحة أمام المستثمرين فتوفر

توليفات من العائد والمخاطر تكون مستحيلة الحدوث في حالة غياب عقود المشتقات ، وبالأضافة إلى ذلك فإنها تحسن من خصائص المخاطرة والعائد لحفظة أوراق مالية معينة ، على سبيل المثال : يمكن لمستثمر ما أن يبيع الأسهم على المكشوف ويشتري حق شراءً آجل فيقل بذلك من مخاطرة البيع على المكشوف على مدى عمر عقد خيار الشراء الآجل .

٢ - في حالة خيارات الشراء الآجل فإنه يمكن للمستثمر أن يتحكم (لفترة زمنية قصيرة) على مطالبه من الأسهم العادي وذلك بتوفير مبلغ استثمار أصغر بكثير مما هو مطلوب لشراء الأسهم نفسها .

وفي حالة خيارات البيع الآجل فإن المستثمر يستطيع أن يكرر بيعه على المكشوف بدون حساب هامش يتكلفة معقولة بالنسبة لقيمة الأسهم . وتكون الخسارة القصوى التي يحققها المشتري معروفة مقدماً ، فإذا ما انتهت صلاحية حق الشراء أو البيع دون التنفيذ ، فإن أقصى ما يمكن أن يخسره المشتري هو تكلفة حق الشراء أو البيع أي العلاوة التي يدفعها .

٣ - خيارات البيع أو الشراء توفر رافعة مالية ، فهي تعظم المكاسب فيما يتعلق بشراء الأسهم ، وعلاوة على ذلك يمكن لحقوق البيع أو الشراء أن توفر رافعة مالية أكبر من معاملات الأسهم التي تسدد قيمتها كاملة .

٤ - في حالة استخدام خيارات البيع أو الشراء الآجل باستخدام مؤشر عام للسوق مثل S & P 500 فإنه يمكن للمستثمر أن يشارك في تحركات السوق كله بقرار تداول واحد .

• المصطلحات الخاصة بخيارات الشراء أو البيع الآجل Options Terminology

لكى نتفهم عقود الاختيارات فإننا يجب أولاً أن نتعرف على المصطلحات المستخدمة فيما يتصل بها ، وسوف نركز مناقشتنا هنا على وجه التحديد على حقوق الشراء أو البيع الآجل المدرجة في البورصات المنظمة .

١- سعر الممارسة (التنفيذ) :

Exercise (Strike) Price

هو سعر السهم الواحد الذى يمكن شراء الأسهم العادية به (فى حالة اختيار الشراء الأجل Call) أو بيعها إلى محرر العقد Writer وذلك فى اختيار البيع الأجل Put) ومعظم الأسهم فى أسواق اختياريات البيع أو الشراء الأجل يتوافر لها خيارات بيع أو شراء أجل متاحة بعدة أسعار ممارسة مختلفة ، وبالتالي توفر بدائل للمستثمرين ، وبالنسبة للأسهم ذات الأسعار الأكبر من 25 دولار ، فإن سعر الممارسة يتغير بمقدار متراكم قدره 5 دولارات ، على حين انه بالنسبة للأسعار الأقل من 25 دولار يكون المقدار التراكمي 2.5 دولار ، ومع تغير أسعار الأسهم تضاف خيارات بيع وشراء أجل ذات أسعار ممارسة جديدة .

٢- الممارسة (التنفيذ) :

هو قيام مشتري العقد باختيار بديل التنفيذ المحدد فى العقد ، بمعنى شراء الأصل فى حالة عقد اختيار الشراء Call Option أو بيع الأصل فى حالة عقد اختيار البيع Put Option .

ويتم تنفيذ العقد من قبل المشتري فى تاريخ الاستحقاق المحدد فى العقد (فى حالة عقود الاختيار الأوربية) أو خلال الفترة الزمنية المحددة فى العقد (فى حالة عقود الاختيار الأمريكية)

٣- تاريخ انتهاء سريان أو صلاحية العقد

هو آخر موعد لمارسة أو تنفيذ حق البيع أو الشراء الأجل ويتم تخصيص كافة حقوق البيع والشراء والأجل على أساس شهر إنتهاء الصلاحية ، وتطرح بورصات اختياريات البيع والشراء الأجل Options حالياً حقوق تتبعية وأنماط أخرى ذات مدى أقصر وتتفاوت مواعيد إنتهاء الصلاحية الخاصة بعقود الخيارات من سهم لآخر .

• علاوة حقوق الاختيار

وهي عبارة عن السعر المدفوع بواسطة مشتري حق الشراء أو البيع الأجل إلى بائع هذا العقد ، ويتم تحديد العلاوة على أساس السهم الواحد بالنسبة لاختيارات الشراء أو البيع الأجل وذلك في البورصات المنظمة ، ولأن العقد المعياري يكون لعدد 100 سهم ، لذلك فإن العلاوة البالغة 3 جنيه سوف تبلغ 300 جنيه للعقد ، وكذلك العلاوة البالغة 15 جنيه تعتبر 1500 جنيه للعقد المعياري .

• كيف تعمل عقود الاختيار

كما ذكرنا من قبل ، فإن عقد الشراء (البيع) الأجل المعياري يعطى المشتري الحق في شراء (بيع) 100 سهم من أسهم شركة معينة بسعر ممارسة محدد في أي وقت قبل تاريخ معين لانتهاء سريان العقد .

ويتم إنشاء كل من حقوق البيع أو الشراء الأجل بواسطة البائعين الذين يحررون عقداً معيناً ، والبائعون هم مستثمرون - سواء أفراد أو منشآت - ويسعون إلى تحقيق الأرباح نتيجة توقعاتهم بشأن الأداء المحتمل لأسعار الأسهم ومثمناً يفعل المشترون بالضبط .

ويوجد لدى المشتري والبائع توقعات متعارضة بشأن الأداء المحتمل للأسهم ، وبالتالي أداء حق الشراء أو البيع الأجل .

فعلى سبيل المثال :

- * بائع خيار الشراء الأجل يتوقع أن يظل سعر السهم ثابتاً أو ربما يهبط.
- * بينما مشتري خيار الشراء الأجل يتوقع أن يتجه سعر السهم إلى أعلى وخلال فترة قريبة نسبياً .
- * بائع خيار البيع الأجل يتوقع أن يظل سعر السهم ثابتاً أو يرتفع .

« بينما مشتري خيار البيع الأجل يتوقع أن يهبط سعر السهم في خلال وقت قريب نسبياً .

• مثال (2-3) :

تأمل حالة شخص ول يكن (أ) متفائل بشأن الامكانيات المستقبلية لشركة ما ولتكن كوكا كولا ، لذلك فإنه يصدر أوامر للسمسار الذي يتعامل معه لشراء أحد عقود الشراء الأجل لشهر مايو من أسهم الشركة كوكا كولا بسعر ممارسة قدره 55 جنيهًا ، وبفرض أن العلاوة تبلغ $\frac{5}{16}$ 1 جنيه (أى حوالي 131 جنيهًا حيث أن الأمر يتعلق بعدد 100 سهم) .

ويدفع مشتري العقد (الشخص أ) هذه العلاوة زائد عمولات السمسرة ، وهناك ثلاثة اتجاهات للتصرف بشأن خيار الشراء الأجل هذا وهى :

١ - أن تنتهي صلاحية حق الشراء الأجل دون جدوى :

وذلك بفرض أن سعر سهم كوكا كولا يتقلب صعوداً وهبوطاً ولكن يكون 50 جنيهًا في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد ، ان اختيار الشراء الأجل يعطى المشتري (المالك) الحق في شراء سهم شركة كوكا كولا بسعر 55 جنيهًا ، ولكن ذلك لن يكون له معنى إذا كان بالإمكان شراء سهم كوكا كولا في السوق بما يعادل 50 جنيهًا ، ومن ثم ينتهي سريان حق الشراء (الخيار الشراء الأجل) دون جدوى . ومن ثم يخسر مشتري الخيار كل من العلاوة التي دفعها وكذلك مصاريف السمسرة .

٢ - إمكانية ممارسة حق الشراء الأجل (أى تنفيذ اختيار الشراء) :

في حالة ارتفاع أسعار أسهم شركة كوكا كولا يمكن للشخص (أ) أن يمارس الحق بدفع 5500 جنيه (سعر الممارسة هو 55 جنيهًا مضروباً في 100

سهم) ويحصل في المقابل على 100 سهم من أسهم شركة كوكا كولا . فإذا افترضنا أن سعر سهم كوكا كولا في السوق كان قد وصل إلى 60 جنيهًا فمعنى ذلك أن القيمة السوقية لـ 100 سهم سوف تكون 6000 وأنه تم التنفيذ لنفس عدد الأسهم بـ 5500 فمعنى ذلك أن الربح يكون 500 جنيه ويستبعد منها العلوة 131 جنيه والسمسرة لتصل إلى الربح الصافي .

٣- إمكانية أن يباع عقد الخيار (الحق) في البورصة (السوق الثانوي) :

في حالة ارتفاع أسعار أسهم كوكا كولا ، سوف ترتفع أيضًا قيمة (سعر) خيار الشراء الأجل ، ويمكن للشخص (أ) بسهولة أن يبيع خيار الشراء الأجل في السوق الثانوية لمستثمر آخر يرغب في المضاربة على أسهم كوكا كولا ، وذلك لأن خيارات الشراء / البيع الأجل المسجلة في البورصة يتم تداولها بشكل متواصل ، ومعظم المستثمرين الذين يتداولون خيارات الشراء الأجل وخيارات البيع الأجل لا يمارسون تلك التي تكون قابلة التقويم بل يقومون بذلك من ذلك ببيعها في السوق المفتوحة ، فثمنا يفعلون بالضبط في الأسهم العادي المملوكة لهم.

وتعمل حقوق البيع الأجل Put بنفس طريقة حقوق الشراء الأجل ولكن في الاتجاه العكسي ، فالبائع (أو محرر العقد) يحرر عقد بيع أجل معين ويبيعه مقابل العلوة التي يدفعها المشتري ، ويعتقد بائع العقد أن أسعار الأسهم العادي سوف ترتفع أو تظل ثابتة ، على حين يعتقد المشتري أنه من المحتمل أن ينخفض سعر السهم ، وخلافاً للمشتري ، قد يتغير على البائع أن يتخذ إجراءً في صورة تسليم الأسهم .

• مثال (2-4) :

افتراض أن البائع العقد يبيع حقاً في البيع الأجل لأسهم شركة كوكا كولا

في شهر نوفمبر بسعر ممارسة هو 50 جنيهًا في حين أن سعر السهم 49.75 جنيهًا ، وافتراض أن العلوة 75. جنيهًا ، ويقوم مشتري حق البيع الآجل بدفع العلوة ويتسلمهما البائع (تكليف السمسرة موجودة في كل من الحالتين) ، افترض أن سعر سهم كوكا كولا ينخفض إلى 45 جنيهًا قرب موعد إنتهاء صلاحية العقد .

أن مالك (مشتري) حق البيع الآجل الذي لم يتملك أسهم كوكا كولا من قبل يمكنه أن يصدر تعليمات للسمسار بشراء 100 سهم من أسهم شركة كوكا كولا في السوق المفتوحة مقابل 4500 جنيهًا ، ويستطيع المشتري عندئذ أن يمارس (ينفذ) خيار البيع الآجل ، مما يعني أن محرر العقد Writer يجب أن يقبل الى 100 سهم في كوكا كولا ويدفع لمالك خيار البيع الآجل 50 جنيهًا في السهم الواحد أو ما مجموعه 5000 جنيهًا (رغم أن السعر السوقى الجارى هو 45 جنيهًا فقط) ، ويحصل مشتري خيار البيع الآجل على 425 جنيهًا (5000 جنيهًا مستلمة ناقص 4500 وهي تكلفة الـ 100 سهم وناقصاً الـ 75 جنيهًا المدفوعة نظير حق البيع الآجل) ويتكبد محرر عقد خيار البيع الآجل خسارة ورقية فورية لأن الـ 100 سهم في كوكا كولا تساوى 45 للسهم الواحد ولكن تكلفتها 50 جنيهًا للسهم الواحد ، رغم أن العلوة المستلمة لمحرر العقد سوف تقلل هذه الخسارة (تم حذف تكاليف السمسرة مرة أخرى في هذا المثال) .

ومثلاً هو الحال بالنسبة لخيار الشراء الآجل ، فإنه يوجد سبيلان آخران محتملان للتصرف بالإضافة إلى تنفيذ خيار البيع الآجل وهما :

السبيل الأول : أن ينتهي مفعول سريان خيار البيع الآجل دون جدوى وذلك في حالة أن سعر الأسهم العادي لم ينخفض أو لم ينخفض بدرجة كافية لتبرير تنفيذ خيار البيع الآجل .

السبيل الثاني : وهو الاحتمال الأكبر أن مالك خيار البيع الآجل يمكنه بيع

الخيار البيع الأجل في البورصة (السوق الثانوية) مقابل ربح (أو خسارة) وكما هو الحال بالنسبة لخيارات الشراء الأجل ، فإن معظم مستثمري خيارات البيع الأجل يشترون ويباعون حقوقهم ببساطة في السوق المفتوحة .

•اليارات التداول:

هناك 5 بورصات لخيارات البيع / الشراء الأجل تشكل السوق الثانوية في الولايات المتحدة الأمريكية وهي بورصة شيكاغو (CBOE) ، وبورصة أمريكا ، وبورصة فيلادلفيا ، وبورصة الباسفيك ، وبورصة نيويورك ، وكل هذه البورصات تعتبر أسواق متواصلة ومستمرة وتماثل بورصات الأوراق المالية ، وفي الوقت الحالي تسيطر بورصة شيكاغو وبورصة أمريكا على ما يقرب من نحو 75 % من كافة عمليات تداول خيارات البيع / الشراء الأجل في الولايات المتحدة .

وتتوفر أسواق خيارات البيع/الشراء الأجل السهلة للمستثمرين وهو متطلب هام جداً بالنسبة للتداول الناجح ، أن المستثمرين يعرفون أنه بإمكانهم أن يصدروا تعليمات لسمسارهم بالشراء أو البيع وقتما يشاءون ويسعر تحديده قوى العرض والطلب ، وقد ساهمت هذه البورصات في إنجاح خيارات البيع/الشراء الأجل من خلال تنميته أو معايرة تاريخ الممارسة وسعة الممارسة في العقود .

وقد سار أداء الأسواق الثانوية لخيارات الشراء / البيع الأجل على نحو جيد منذ أن بدأت بورصة شيكاغو (CBOE) عملياتها في عام 1973 ، ولقد كان حجم المعاملات كبيراً وزاد عدد عقود خيارات البيع/الشراء الأجل المتاحة .

•مؤسسة المقاصة:

تؤدي هذه المؤسسة عدداً من الوظائف الهامة التي تسهم في نجاح السوق الثانوية لخيارات البيع/الشراء الأجل ، فهي تقوم بدور الوسيط بين السماسرة

الممثلين للمشترين والبائعين ، بعبارة أخرى ، بمجرد أن يتفاوض السمسرة الممثلون للمشتري والبائع على الأسعار داخل مبنى البورصة ، يكون معنى ذلك أنهم لم يعودوا يتعاملون مع بعضهم البعض وإنما مع مؤسسة المقاصة OCC .

ومن خلال سمسرتهم ، يتصل بائعوا عقود خيارات الشراء الآجل بمؤسسة المقاصة نفسها لتسليم حصص أو انصبة في أسهم معينة ، في أسهم معينة ، ويستلم مشترو خيارات الشراء الآجل فعلياً حق شراء الحصص من مؤسسة المقاصة ، وبذلك تصبح مؤسسة المقاصة هي المشترى بالنسبة لكل بائع وأيضاً البائع لكل مشتري وهو الأمر الذي يضمن الوفاء بكل الالتزامات التعاقدية ، ويفصل هذا الأمر المخاطر والمشكلات التي يمكن أن تحدث نتيجة لمحاولة المشترين إجبار البائعين (محرري العقود) على احترام التزاماتهم ، أن المركز الصافي لمؤسسة المقاصة هو صفر لأن عدد العقود المستخدمة يجب أن يساوى العدد المباع .

ويقوم المستثمرون الراغبون في تنفيذ اختياراتهم بإبلاغ السمسرة بذلك ، ويقوم هؤلاء بدورهم بإبلاغ مؤسسة المقاصة بذلك الاختيار المطلوب تنفيذه ، وتقوم مؤسسة المقاصة باختيار أحد السمسار عشوائياً وتوكل إليه نفس العقد المكتوب أو المحرر ، ويقوم السمسار عشوائياً أيضاً باختيار العميل الذي حرر اختيار البيع أو الشراء الآجل هذه Options لينفذ العقد ، ومحررو العقود المختارون بهذه الطريقة يقال أن التزاماً قد أسنده إليهم أو أنهم تلقوا أشعاراً بالتكليف ، وبعد أن يتم التكليف لا يستطيع محرر العقد أن ينفذ معاملة مقاصة Offsetting لالغاء الالتزام . أي أن محرر عقد خيار الشراء الآجل الذي يتلقى تكليفاً يجب أن يبيع الأوراق المالية المختارة ، أما محرر عقد خيار البيع الآجل فإنه يجب أن يشتري الأوراق المالية المحددة .

ومن أكبر مميزات مؤسسة المقاصة أن المتعاملين في هذه السوق يمكنهم

بسهولة أن يلغوا مراكزهم قبل التكليف ، ونظراً لأن مؤسسة المقاصة تحتفظ بكافة مراكز البائعين والمشترين فإنه يمكنها أن تلغى التزامات كل من محررى خيارات البيع الآجل وخيارات الشراء الآجل الراغبين في تصفيه مراكزهم ، وفيما يتعلق بخيارات الشراء الآجل وخيارات البيع الآجل ، فإنه يقصد بالهامش Margin الضمان الذي يقدمه محرروا خيارات البيع/الشراء الآجل لسماسرتهم لضمان الوفاء بالعقد في حالة التنفيذ ، ولا يمكن شراء عقود الخيارات بالهامش ، وإنما يجب أن يدفع المشترون 100 % من سعر الشراء .

• العواقب والأرباح المتولدة من مراكز الخيارات الأساسية :

يمكننا أن نفهم بشكل أفضل خصائص خيارات الشراء/البيع الآجل عن طريق دراسة وفحص عواقبها وأرباحها المحتملة ، وأبسط طريقة لذلك هي فحص قيمتها عند إنتهاء مفعول سريانها ، ففي تاريخ انتهاء مفعول تلك العقود يكون الخيار قيمة استثمارية أو ناتج يمكن تقريره بسهولة ، وفي تاريخ إنتهاء الصلاحية تكون القيمة الاستثمارية مساوية لسعر خيار الشراء/البيع الآجل حسبما حدده السوق ، بالإضافة إلى ذلك يمكننا أن ندرس الربح الصافي ، وبذلك نضع في الاعتبار سعر الأسهم وسعر الممارسة لخيار الشراء / البيع الآجل وتكلفة خيار الشراء / البيع الآجل . إننا ندرس كل من المتغيرين لأن تجار الخيارات مهتمون بأرباحها الصافية ، غير أن تقويم الخيار ربما يمكن فهمه بصورة أفضل بالتركيز على المردودات أو النواتج .

وكم من هذا التحليل سوف نستخدم رموز للمتغيرات الرئيسية كما يلى:

Q = قيمة الأسهم عند إنتهاء مفعول سريان العقد .

S = سعر ممارسة خيار الشراء/أو البيع الآجل .

Calls

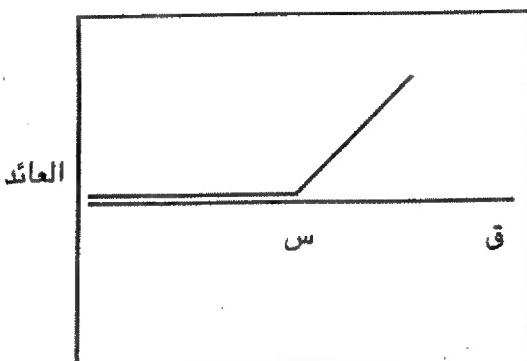
• شراء خيار شراء آجل

تأمل أولاً حالة مشتري خيار شراء آجل ، فعند تاريخ انتهاء مفعول العقد تكون القيمة الاستثمارية أو العائد بالنسبة لحائز خيار الشراء الآجل كما يلى :

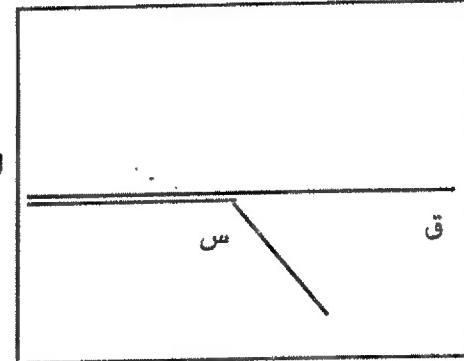
$$\text{أما} = Q - S \text{ إذا كان } Q > S .$$

$$\text{أو} = 0 \text{ إذا كانت } Q \leq S .$$

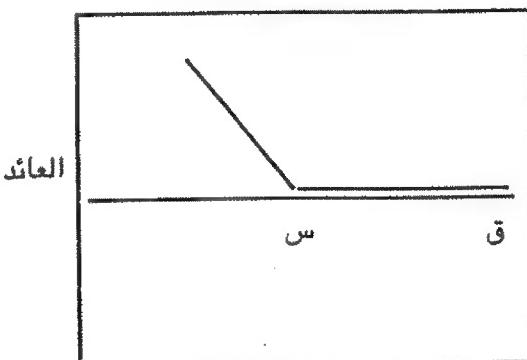
يتضح ذلك في الشكل التالي ، فالعائد يكون صفر حتى يتم بلوغ سعر الممارسة ، وعند هذه النقطة يبدأ العائد أو المردود في الارتفاع بشكل موازي لارتفاع سعر الأسهم .



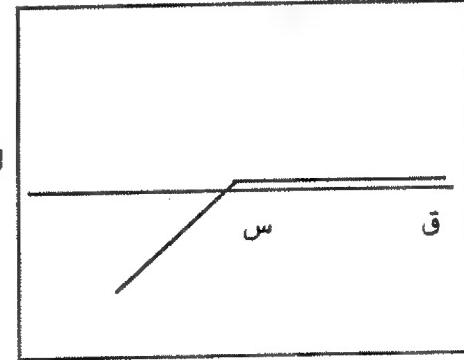
أ - شراء خيار شراء آجل



ب - بيع خيار شراء آجل



ج - شراء خيار بيع آجل



د - بيع خيار بيع آجل

شـ گـل (2 - 2)

• مثال: (2-5)

افتراض أن مستثمرا يشتري خيار شراء آجل لأسهم شركة كوكا كولا مدته 3 شهور ، وأن سعر الممارسة هو 50 جنيهاً ، أن عائد خيار الشراء الآجل عند تاريخ إنتهاء صلاحية العقد . يكون دالة لسعر السهم في ذلك الوقت ، على سبيل المثال :

عند تاريخ إنتهاء الصلاحية يتم احتساب قيمة خيار الشراء الآجل بالنسبة ل مختلف أسعار الأسهم المحتملة على النحو التالي :

سعر سهم كوكا كولا عند إنتهاء الصلاحية	60	55	50	45	40
سعر خيار الشراء عند إنتهاء الصلاحية	10	5	0	0	0

لاحظ أن العائد أو المردود Pay off ليس هو نفسه صافي الربح لمالك الخيار أو محرره ، فعلى سبيل المثال :

إذا كان سعر سهم كوكا كولا 60 جنيهاً للسهم الواحد ، فإن المردود العائد إلى مشتري خيار الشراء الآجل يكون 10 جنيهات ، غير أن الربح الصافي يجب أن يعكس تكلفة خيار الشراء Call وبصفة عامة يكون الربح العائد على حائز خيار الشراء أو البيع الآجل هو قيمة هذا الخيار ناقصاً السعر المدفوع للحصول عليه .

لاحظ أن العائد لا يتطابق مع صافي الربح الذي يحققه حائز خيار البيع أو الشراء الآجل ، فعلى سبيل المثال :

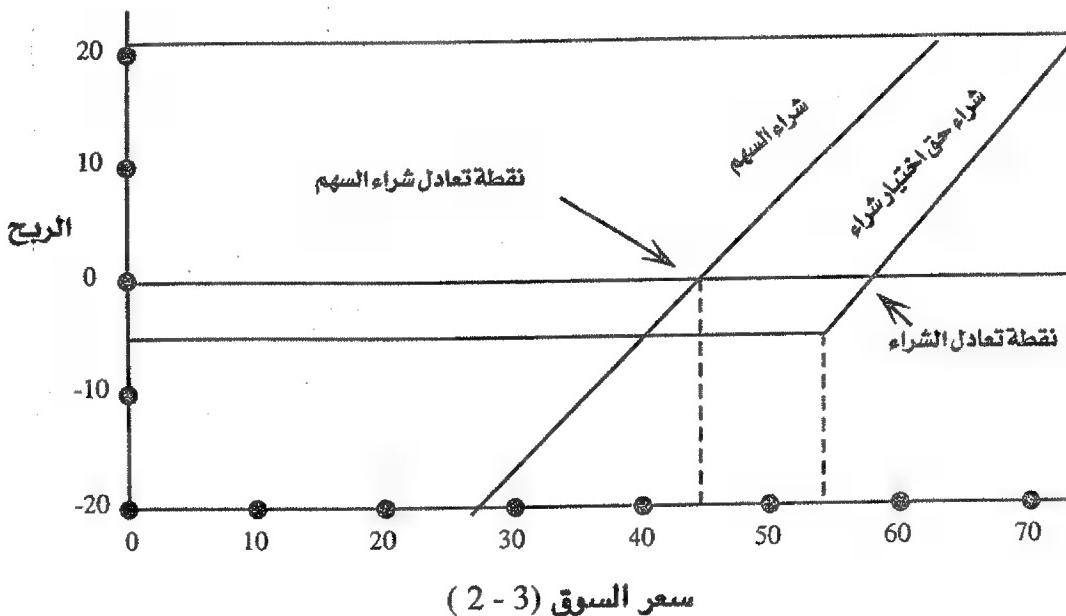
إذا كان سعر سهم كوكا كولا 60 جنيهاً للسهم الواحد ، فإن المردود الذي يعود على مشتري خيار الشراء الآجل يكون 10 جنيهات ، غير أن الربح الصافي يجب أن يعكس تكلفة شراء هذا الخيار ، وبوجه عام يكون الربح العائد على حائز خيار الشراء/البيع الآجل هو قيمة الحق ناقص السعر المدفوع نظيره .

مثال (2 - 6) :

يوضح الشكل (3 - 2) موقف الربح بالنسبة لمشتري خيار شراء أجل ، ويفترض أن سعر السهم هو 48 دولاراً وأن حق شراء مدة 6 شهور متاح بسعر ممارسة قدره 50 دولار وعلاوة قدرها 4 دولارات (أى 400 دولار لعدد 100 سهم) ، فإذا أنتهت صلاحية خيار الشراء دون الاستفادة منه فإن الخسارة القصوى تكون هي مبلغ العلاوة البالغ 400 دولار ، وحتى سعر ممارسة قدره 50 دولاراً فإن الخسارة سوف تكون 4 دولارات للسهم الواحد . وتكون نقطة التعادل بالنسبة للمستثمر هي مبلغ سعر الممارسة + العلاوة أي :

$$50 \text{ دولار} + 4 \text{ دولارات علاوة} = 54 \text{ دولار} .$$

ولذلك فإن خط الربح/أو الخسارة بالنسبة لمشتري خيار الشراء الأجل يعبر خط التعادل عند 54 دولار ، وإذا ارتفع سعر الأسهم عن 54 دولاراً سوف تزيد قيمة خيار الشراء الأجل معه ، على الأقل نقطة بنقطة مثلاً يتضح من خلال الخطين المتوازيين أعلى خط الربح/أو الخسارة الصفرى .



• بيع (تحرير) خيار شراء

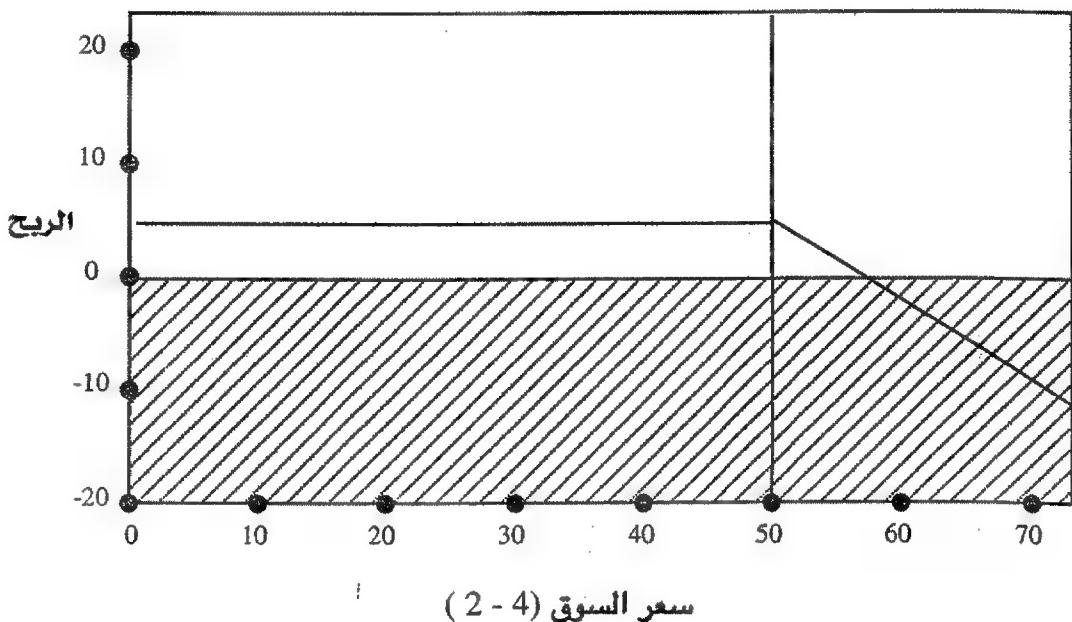
Selling (Writing) a call

يتکبد محرر (بائع) خيار الشراء الأجل خسارة إذا زاد سعر السهم بمقدار أكبر من العلواة التي حصل عليها ، كما يتضح من الرسم البياني للعائد في الجزء (b) من الشكل 2 - 2 يكون العائد مسليعاً عند مبلغ العلواة حتى يتم بلوغ سعر الممارسة ، وعند هذه النقطة يهبط في الوقت الذي يرتفع فيه سعر السهم، ويختسر محرر عقد خيار الشراء الأجل إذا ارتفع سعر السهم ، وبالضبط مثلما يكسب مشترى خيار الشراء الأجل إذا ارتفع سعر السهم .

$$= (Q - S) \quad \text{إذا كانت } Q > S .$$

$$= 0 \quad \text{إذا كانت } Q \leq S .$$

ويوضح خط الربح الصافي في الشكل 2 - 2 نمطاً مماثلاً لذلك الخاص بمشترى خيار الشراء الأجل باستثناء أن الربح يكون موجباً حتى بلوغ سعر الممارسة لأن محرر عقد الشراء الأجل يحصل على العلواة.



ويحدث الجزء المظلل من المحور الأقصى في الشكل 2-4 عند نقطة التعادل بالنسبة لمحرر العقد .

أن الصورة البيانية للعائد والربح السنوي الذي يعود على مشتري خيار الشراء الآجل (شكل 2-3) وعلى محرر العقد أو البائع لخيار الشراء (شكل 2-4) توضح نقطة هامة وهي أن تداول خيارات البيع/الشراء الآجل Options يتم بمكاسب قيمة صفر فما يكسبه بائع الحق يخسره المشتري والعكس صحيح ، ومع وجود العمولات يمكن أن يكون الاتجاه في خيارات البيع/الشراء الآجل غير مربي بالنسبة لكلا من المشترين والبائعين .

Puts

• خيارات البيع الآجل :

Buying ■ put

أ - شراء خيار بيع آجل :

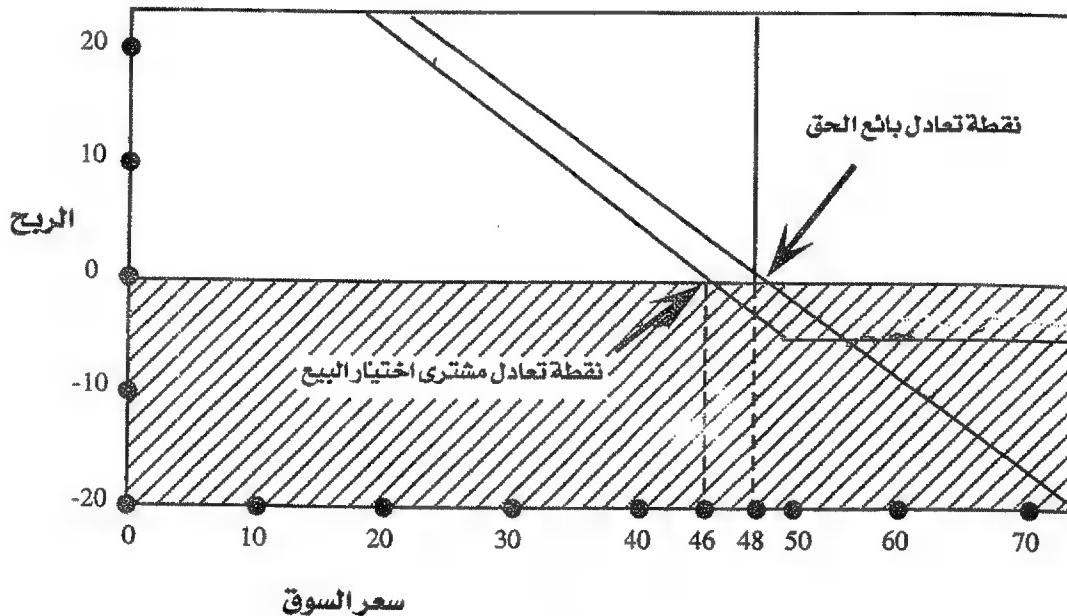
يحقق مشتري خيار البيع الآجل مكاسبًا إذا هبطت أسعار الأسهم ولذلك فإن الجزء C من الشكل 2-2 يوضح أن نمط العائد سيكون مستويًا عند محور صفر جنيه إلى يمين سعر الممارسة ، أي أن أسعار الأسهم الأكبر من سعر الممارسة ينتج عنها عائد قدره صفر بالنسبة لمشتري خيار البيع الآجل ، ومع هبوط سعر السهم أقل من سعر الممارسة يزداد العائد المتولد من خيار البيع الآجل ، وكلما كان الهبوط أكبر في أسعار الأسهم كلما زاد العائد بالنسبة لمشتري خيار البيع الآجل عند إنتهاء صلاحية العقد .

$$= \text{صفر} \quad \text{إذا كان } Q \leq S$$

$$= S - Q \quad \text{إذا كان } Q > S$$

مرة أخرى ، يتوازى خط الربح مع نمط العائد بالنسبة لخيار البيع الآجل في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد ، ومثلما يوضح الشكل 2-5 يصل المستثمر إلى حالة التعادل (أي صافي الربح = صفر) وذلك عند النقطة التي يتساوى فيها سعر

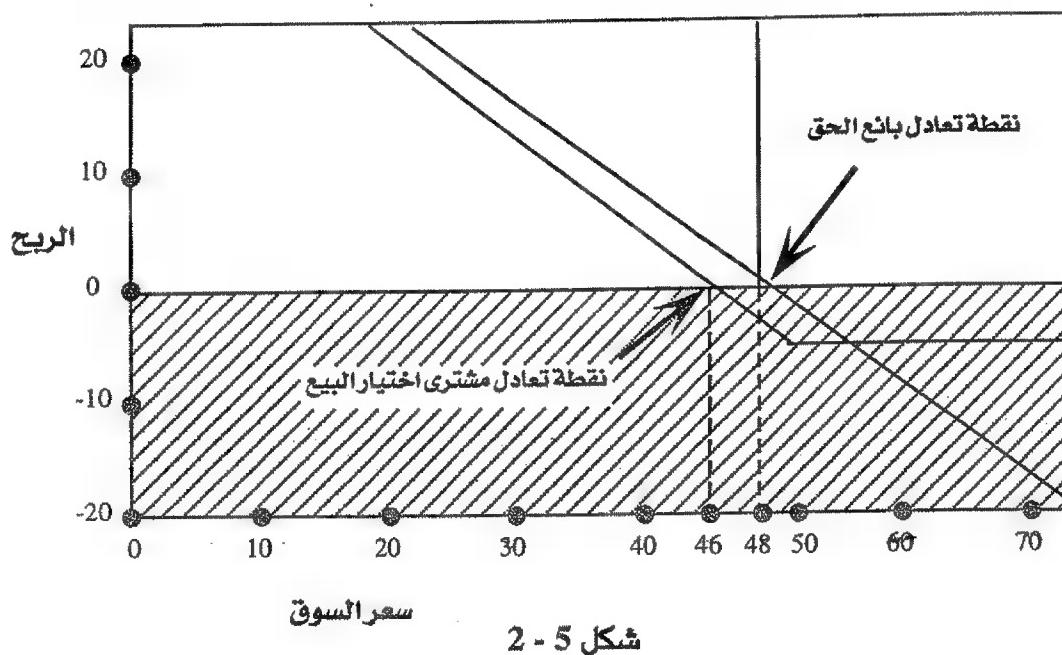
السهم مع سعر الممارسة ناقص العلاوة المدفوعة نظير شراء خيار البيع الأجل ،
وفيما وراء تلك النقطة يتوازى خط الربح الصافي مع خط العائد الممثل لقيمة
الاستثمارية لخيار البيع الأجل .



شكل 2 - 5

ب - بيع خيار بيع آجل :

أن نمط العائد بالنسبة لبائع خيار البيع الأجل صورة مماثلة لذلك الخاص
بمشتري خيار البيع الأجل مثلاً يتضح من الجزء (d) في الشكل (2-2) ، حيث
يحتفظ محرر خيار البيع الأجل (البائع) بالعلاوة إذا ارتفع سعر السهم ويُخسر
إذا هبط سعر السهم ، وبهذا الأمر فإن الخيار يعادل عائدًا ثابتًا بخسائر غير
معلومة .



ويكون العائد بالنسبة لholder خيار البيع الأجل عند إنتهاء صلاحية العقد

= صفر إذا كان $Q \leq S$

= $(S - Q)$ إذا كانت $Q > S$

ويسعى محررو خيارات البيع بالأجل وراء دخل العلاوة مثلاً يفعل بالضبط محررو خيارات الشراء الأجل ، ويلزم محرر العقد نفسه بشراء سهم ما بسعر ممارسة محدد أثناء مدة سريان عقد خيار البيع الأجل ، وإذا هبطت أسعار الأسهم فإن مشتري خيار البيع سوف يشتري الأسهم ويمارس حق البيع الأجل بتسليم الأسهم إلى محرر العقد والذي يجب أن يدفع السعر المحدد .

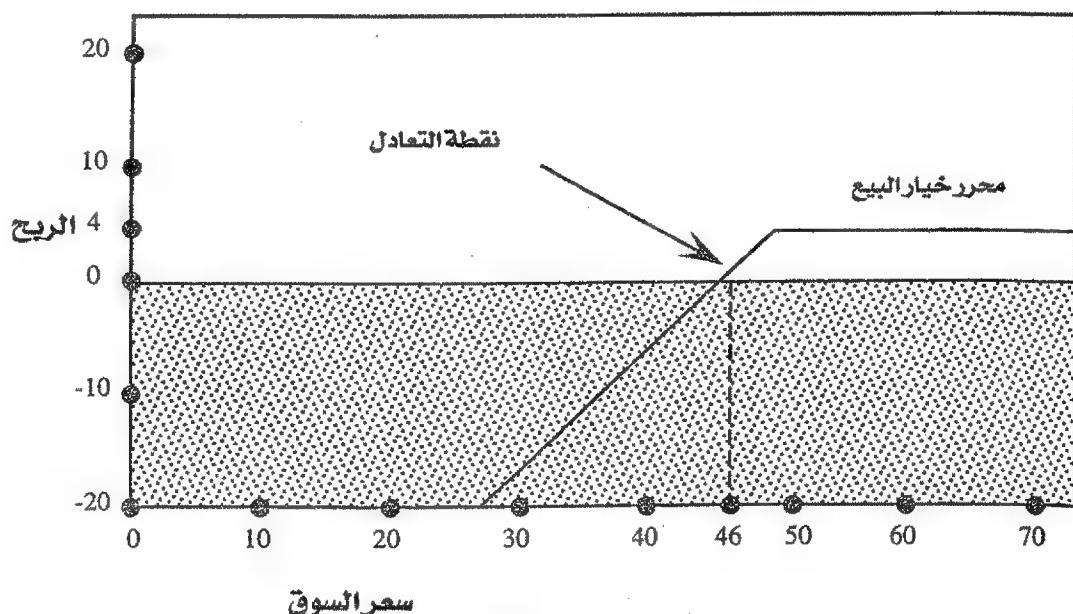
لاحظ أن محرر عقد خيار البيع الأجل يمكن أن يكون ملزماً بشراء سهم مقابل 50 جنيهاً مثلاً للسهم الواحد في حين أن سعره في السوق يكون أقل ، فرضاً 40 جنيهاً ، ويمثل ذلك خسارة ورقية فورية (ناقص العلاوة المستلمة مقابل بيع خيار البيع الأجل) لاحظ أيضاً أن محرر خيار البيع الأجل يستطيع أن يلغى الالتزام إذا شعر بعدم صحة توقعاته بشراء عقد مطابق في السوق .

مثال (2-8) :

بالنسبة لبائع خيار بيع أجل باستخدام الأرقام السابقة ، فإننا نرى أن خيار بيع أجل مدته 6 شهور يباع بسعر ممارسة قدره 50 جنيهاً مقابل علاوة قدرها 4 جنيهات ، ويحصل بائع خيار البيع الأجل على العلاوة ، ويأمل أن يظل سعر السهم عند مستوى سعر الممارسة أو أعلى منه ، ومع حدوث تراجع في سعر السهم يتراجع أو يتدهور مركز البائع ، ويبداً البائع في تحقيق خسارة تحت نقطة التعادل وهي في هذه الحالة .

$$50 - 4 = 46$$

ويمكن أن يكون حجم الخسائر كبيراً إذا حدث هبوط حاد في سعر السهم ، ومع العلم أن هذا الهبوط الحاد سوف يصاحبها ارتفاع في سعر خيار البيع الأجل نقطة بنتقطة مع تراجع سعر السهم .



شكل 2 - 6

يبين أرباح وخسائر بائع خيار بيع أجل

• بعض الاستراتيجيات الأساسية لخيارات البيع/ الشراء الأجل

تناولنا في القسم السابق عوائد وأرباح/ خسائر المراكز الأساسية غير المغطاة ”Uncovered“ المتضمنة لخيارات البيع/ الشراء الأجل . والأسهم الداخلة فيها ، وسوف نعمل في القسم التالي على تحليل المراكز المغطاة ، وتشمل المراكز غير المغطاة ستة عناصر هي .

Long Stock & Short Stock & Buy call &

Write call & Buy put & Write put.

وتتضمن المراكز المغطاة التحوطات Hedges والتنوع Spreads والتوليفات Combinations .

والتحوط Hedge هو عبارة عن مزيج أو توليفة تضم خيار شراء/بيع أجل معين والأسهم الداخلة فيه ، وهو مصمم بحيث يحمي الخيار Option الأسهم من الخسارة ، وبحيث تحمى الأسهم الخيار من الخسارة (أى أن كل منهما يحمى الآخر من الخسارة) وسوف نناقش في الجزء التالي التحوطات الأكثر رواجاً وقبولاً .

Covered Calls

• خيارات الشراء المغطاة

يعرف خيار الشراء المغطى بأنه شراءأسهم معينة ثم البيع المتزامن لخيار الشراء الأجل لهذه الأسهم بعبارة أخرى هو مركز طويل في الأسهم ومركز قصير في خيار الشراء ، ويكون المركز «مغطى» لأن محرر عقد خيار الشراء يملك الأسهم ويمكن أن يسلمها إذا طلب منه ذلك نتيجة لممارسة خيار الشراء من قبل مشتري الحق .

والحقيقة أن المستثمر يكون مستعداً لبيع الأسهم بسعر ثابت ، جاعلاً بذلك

المكاسب محدودة إذا ارتفعت أسعار الأسهم في مقابل تخفيف الخسارة ، بمقدار مبلغ العلاوة إذا هبطت أسعار الأسهم .

وبذلك يكون شكل العائد عند إنتهاء صلاحية عقد الخيار كما يلى :

$$\begin{array}{c} \text{* عائد الأسهم : } \frac{Q < S}{Q} \quad \frac{Q > S}{Q} \\ \hline \frac{-(Q - S)}{S} \quad \frac{0}{Q} \end{array} \quad * (-) \text{ عائد خيار الشراء}$$

لاحظ : Q : قيمة الأسهم عند إنتهاء مفعول سريان العقد .

S : سعر ممارسة خيار الشراء .

• مثال (9-2)

افترض أن مستثمرا اشتري 100 سهم من أسهم شركة كوكا كولا العام الماضي بسعر السهم الواحد 40 دولاراً ، وهذا العام - حيث سعر السهم 48 دولاراً - يقوم بتحرير (بيع) خيار شراء أجل مغطى مدة 6 شهور بسعر ممارسة قدره 50 دولاراً ويحصل محرر العقد (البائع) على علاوة قدرها 4 دولارات .

وإذا طلب منه تسليم أسهمه الى 100 فسوف يحصل المستثمر على 50 دولاراً للسهم الواحد فضلاً عن العلاوة البالغة 4 دولارات أى ربح إجمالي قدره 14 دولار للسهم الواحد (بالمقارنة بسعر شراء الأسهم في الأصل وقدره 40 دولاراً) ، ومع ذلك فإن المستثمر يكون قد تنازل عن الكسب الأضافي المحتمل إذا ارتفع سعر هذا السهم متتجاوزاً سعر 50 دولار ، فمثلاً إذا ارتفع سعر السهم الواحد إلى 70 دولاراً فإن المستثمر لن يكون بإمكانه سوى تحقيق نفس الكسب

السابق وقدره 14 دولار للسهم الواحد ، ويرجع ذلك إلى أن مشتري خيار الشراء سوف يمارس حقه في شراء الأسهم بهذا السعر المرتفع ، وواضح من ذلك أنه كان بإمكان المستثمر الأصلي (محرر عقد خيار الشراء أو بائمه) أن يحقق ربح للسهم الواحد قدره 30 دولار (وهي الفرق بين قيمته السوقية 70 دولار وثمن شرائه 40 دولار) .

أما إذا لم تتم ممارسة خيار الشراء الآجل فإن محرر العقد سوف يحقق ربحاً بمقدار مبلغ العلاوة وهو 4 دولارات ، وتكون نقطة التعادل هي 54 دولاراً، ويكون هذا المركز مربحاً إذا لم يرتفع سعر السهم عن نقطة التعادل ، لاحظ أن المكسب المحتمل بالنسبة لمحرر العقد محدود بمقدار العلاوة 4 دولارات ، ومع ذلك فالخسارة المحتملة كبيرة ، وفي حالة حدوث ارتفاع حاد في سعر السهم يمكن أن يخسر محرر العقد بسهولة مبلغاً يزيد على ما حصل عليه كدخل علاوة

Protective Puts

• خيارات البيع المؤفرة للحماية

خيارات البيع الحماية تتضمن شراء سهم ما (أو كان قد تم اقتناصه بالفعل) وشراء خيار بيع لنفس السهم أيضاً ، وبعبارة أخرى فإن ذلك يعني اتخاذ المستثمر مركز طويل في كل من السهم و الخيار البيع ، ويعمل خيار البيع كضمان وتأمين ضد هبوط أسعار الأسهم ذات الصلة ، حيث يضمن للمستثمر سعر أدنى لبيع السهم والواقع أن التأمين أو الضمان يحد من الخسائر أو النتائج غير المواتية . ويكون أقصى ربح ممكن غير محدد .

<u>ق < س</u>	<u>ق > س</u>	<u>عائد السهم</u>
<u>ق</u>	<u>ق</u>	<u>عائد السهم</u>
<u>0</u>	<u>س - ق</u>	<u>+ عائد خيار البيع</u>
<u>ق</u>	<u>س</u>	<u>إجمالي العائد</u>

ويوضح ذلك أن خيار البيع الحمائي يوفر بعض التأمين ضد الهبوط في سعر السهم ، وهذه الخاصية تحد من الخسائر ، ولكنها تكلف إذا اتضح أن التأمين غير ضروري .

* مثال *

افترض أن شخص ما اشتري 100 سهم من أسهم الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول (موبيتيل) بسعر 20 جنيه للسهم الواحد ، وقد ارتفع سعر هذا السهم وواصل ارتفاعه لفترة ليست بالقصيرة .

ويفرض أنه عند وصول السعر إلى 130 جنيهًا فإن المستثمر بدأ يفكر في حاول أن يتخذ قرار :

- * فمن ناحية فإنه إذا باع فسوف يحقق مكاسب ممتاز 110 جنيه للسهم .
- * ومن ناحية أخرى فإن هناك شواهد تشير إلى احتمال استمرار صعود سعر السهم .

ولذلك فإن المستثمر متعدد ما بين البيع وجني أرباح رأسمالية كبيرة ، ولكن احتمال أن يفقد فرصة صعود سعر السهم إلى مستويات أكبر من ذلك بكثير ، وبين استمرار احتفاظه بالسهم أملاً وراء استمرار صعود الأسعار ولكن هناك احتمال أن يحدث انخفاض حاد ودramatic في الأسعار فيفقد المكاسب التي كان من الممكن تحقيقها لو باع بالفعل .

ولذلك فإنه يلجأ إلى شراء خيار بيع السهم (بفرض وجود مشتقات في السوق المصري) ويفرض أن سعر الممارسة هو 130 جنيهًا وأن المستثمر يدفع علامة قدرها 10 جنيهات لحرر العقد مقابل هذا الحق وأن مدة العقد 6 شهور.

- * لاحظ أن المستثمر عند شراء خيار البيع فإنه يتتوفر لديه بديلين :
- الأول:** أن يمارس خيار البيع أي ينفذ عملية البيع بسعر الممارسة وقدره

130 جنيهاً وذلك في حالة انخفاض سعر السهم عن هذا الحد ، فإذا انخفض سعر السهم إلى 80 جنيهاً في تاريخ سريان العقد .

فإن المستثمر سوف يمارس حق البيع بسعر الممارسة المحدد وهو 130 ، وفي هذه الحالة فإن مكاسب المستثمر سوف يكون 100 جنيه (سعر الممارسة - 20 ثمن الشراء - 10 العلوة) .

في حين إذا لم يكن المستثمر قد أشترى خيار البيع فإنه سوف يبيع بسعر 80 جنيه ويكون مكاسبه في هذه الحالة 60 جنيه عبارة عن (80 سعر البيع - 20 سعر الشراء) .

أما البديل الثاني: فهو عدم ممارسة حق البيع ويحدث ذلك إذا ارتفع سعر السهم في تاريخ سريان العقد فمثلاً إذا ارتفع سعر السهم إلى 180 جنيهاً فإن المستثمر لن يمارس وفي حالة البيع بهذا السعر فإن المكسب يكون :

(180 سعر السهم - 20 سعر الشراء - 10 العلوة) = 150 جنيهاً .

وكما يتضح من هذا المثال فإن المستثمر يستطيع بهذه الوسيلة أن يحتفظ بجميع فرص المكسب من ارتفاع الأسعار، في حين يحدد خسارته بمقدار العلوة في حالة حدوث أي انخفاض في سعر السهم ، ويسدد مقابل ذلك علامة .

Portfolio Insurance

• تأمين محفظة الأوراق المالية :

أن خواص تعديل العائد والمخاطرة لخيارات البيع/الشراء ، ولا سيما جوانب التأمين التي سبق مناقشتها ، تتضح جيداً من خلال تقنية معروفة باسم «تأمين المحفظة» ، ويقصد بها استراتيجيات استثمارية الغرض منها حماية مراكز المحفظة عن طريق توفير عائد أدنى على المحفظة مع توفير فرصة - في الوقت نفسه - للمحفظة للاشتراك في جنى الأرباح من أسعار الأوراق المالية الصاعدة ، وقد أصبح أسلوب إدارة الأصول بهذا الشكل ذو رواج وشعبية

كبيرة في الثمانينات حيث تم التأمين على أصول تبلغ قيمتها عدة ملايين من الدولارات.

وهناك عدة طرق لتأمين محفظة ما منها :

خيارات الشراء/البيع Options ، والعقود المستقبلية Futures وخلق خيارات شراء/بيع تركيبة ، وفي الواقع العملي فإنه من الشائع استخدام العقود المستقبلية في مؤشرات السوق (وهو ما سوف نناقشه في الفصل القادم) ، ومع ذلك فمن الناحية المبدئية يمكن استخدام خيارات البيع/الشراء في استراتيجيات تأمين المحافظ المالية واستخدامها يوضح الطبيعة الأساسية لحوط ما .

أن الفكرة التي يقوم عليها تأمين المحافظ المالية فيما يتعلق بخيارات البيع/الشراء الأجل بسيطة ، إذا يمكن شراء خيار بيع أجل حمائي يسمح ببيع محفظة الأوراق المالية مقابل مبلغ يكفي لتوفير عائد أدنى ، ويتم استثمار بقية أموال المحفظة بالطريقة العادلة ، ويوفر خيار البيع الأجل الحمائي تأمين المحفظة عن طريق الحد من الخسائر في حالة هبوط أسعار الأسهم ، ويجب أن تساوى قيمة المحفظة في نهاية المدة سعر ممارسة خيار البيع أو تتجاوزه .

• مثال : (2-10)

يرغب أحد المستثمرين في ضمان عائد أدنى قدره 5% ، وعلى سبيل التبسيط نفترض أن المستثمر يبدأ بدولار واحد :

- * تباع وحدة واحدة من مؤشر سوق للأوراق المالية بـ \$ 0.9097 .
- * يمكن شراء خيار بيع أجل أوربي على هذا المؤشر مقابل \$ 0.0903 .
- * سعر ممارسة خيار البيع الأجل هو \$ 1.05 .

وقد استخدم المستثمر تأمين محفظة الأوراق المالية لضمان عائد أدنى بنسبة 5% ، وإذا تجاوزت قيمة مؤشر الأسهم 1.05 دولار بحلول نهاية فترة

الاستثمار يكون المستثمر متقدماً بنفس المقدار ، ويسمح لخيار البيع الأجل بأن تنتهي صلاحيته دون ممارسة ، أما إذا كانت قيمة المؤشر أقل من 1.05 دولار بحلول نهاية المدة فإنه يمكن للمستثمر أن يمارس الحق وبيع مؤشر الأسهم مقابل 1.05 فيكسب بذلك العائد الأدنى المطلوب 5% على الاستثمار البديل البالغ 1 دولار ، ويتبين من ذلك أن أسلوب تأمين محفظة الأوراق المالية قد وفر الحماية للمستثمر مع السماح للمستثمر بالاشتراك في ارتفاع أسعار الأسهم .

أن المثال السابق يوضح الاستخدام المفاهيمي لخيارات البيع الأجل في استراتيجيات التأمين على محافظ الأوراق المالية ، ومع ذلك ففي الواقع العملي لا تستخدم خيارات البيع الأجل وخيارات الشراء الأجل في التأمين على المحافظ المالية لأن تلك المتاحة في العادة للمستثمرين أمريكيه وليس عقود أوربية ، وخاصة إمكانية ممارسة الحق في أي وقت خلال فترة سريان العقد والتي تميز خيارات البيع / الشراء الأجل الأمريكية لا يجعلها أكثر قيمة من نظيراتها الأوربيات فقط ، وإنما أيضاً أكثر تكلفة من حيث أغراض التأمين على محافظ الأوراق المالية ، علامة على ذلك ليس من الممكن عموماً إيجاد خيارات بيع/شراء أجل تلائم تماماً محفظة أوراق مالية معينة من ناحية الوقت المتبقى حتى تاريخ إنتهاء الصلاحية وسعر الممارسة وما إلى ذلك .

كما يجدر أيضاً الإشارة إلى أن التأمين على محافظ الأوراق المالية له تكاليف التي تشمل :

- * تكلفة خيار البيع/أو الشراء الأجل نفسه ، حيث تكلفة خيار البيع الأجل في مثالنا 0.0903 دولار ، ومن الواضح أنه في حالة ارتفاع أسعار الأسهم وإنتهاء صلاحية خيار البيع الأجل دون جدوى تكون تكلفة خيار البيع الأجل قد خسرت بالنسبة للاستراتيجية غير المؤمن عليها ويمكن اعتبار ذلك قسط التأمين .

* تكلفة الفرصة البديلة ، فالمستثمر الذي يضع أموال الاستثمار في مؤشر الأسهم بنسبة 100% سوف يشترك بالكامل في أي ارتفاع سوقى ، وفي مثالنا السابق سوف يشترك المستثمر المؤمن عليه في 90.97% فقط من أي ارتفاع سوقى .

• تقييم خيارات البيع / الشراء الأجل :

في هذا الجزء سوف نبحث في محددات قيمة خيار البيع الأجل أو خيار الشراء الأجل ، وتستخدم مصطلحات خاصة لوصف العلاقة بين سعر ممارسة الحق وسعر السهم الجارى .

فإذا تجاوز سعر السهم العادي (S) سعر ممارسة خيار شراء أجل (E) يقال أن خيار الشراء الأجل مربع (مدر للنقد in the money) ويكون له قيمة قابلة للممارسة فوراً ، ومن ناحية أخرى إذا كان سعر السهم العادي أقل من سعر ممارسة خيار شراء أجل يقال عن الخيار أنه لا يدر نقد (غير مربع) out of the money وأخيراً فإن هناك خيارات شراء أجل قريبة من الربح money وهي التي تكون أسعار ممارستها أعلى قليلاً من السعر السوقى الجارى ، على حين أن خيارات الشراء الأجل متوازنة at the money هي التي تكون أسعار ممارستها مساوية لسعر السهم .

وتنطبق نفس هذه التعريفات على خيارات البيع الأجل ولكن بالعكس ومحضر القول أن :

إذا كانت $E < S$ يكون خيار الشراء الأجل مربع أو مدر للنقد وخيار البيع الأجل غير مربع .

إذا كانت $E > S$ يكون خيار الشراء الأجل غير مربع وخيار البيع الأجل مربع (مدر للنقد) .

إذا كانت $E = S$ يكون خيار البيع / الشراء الأجل متوازن أو at the money .

• القيمة الذاتية (أو الحقيقة) والقيمة الزمنية

Intrinsic Values and Time Values

يمكن تقسيم سعر خيار الشراء الأجل إلى قسمين على النحو التالي :

* إذا كان خيار الشراء الأجل مربح (مدر للنقد) (أى in the money) تجاوز السعر السوقى للسهم سعر ممارسة خيار الشراء الأجل تكون له قيمة فورية متساوية للفرق بين السعرين ويطلق على هذه القيمة اسم القيمة الذاتية أو الحقيقة لخيار الشراء الأجل ، ويمكن أن يطبق عليها القيمة الدنيا لخيار الشراء/الأجل غير مربح (خارج النقد) (أى out of the money) (أى أن سعر السهم أقل من سعر الممارسة) وتكون القيمة الذاتية في هذه الحالة صفر ، وفي هذه الحالة يكون سعر خيار الشراء/البيع الأجل مبنياً على جاذبيته من حيث المضاربة .

ولتلخيص هذه النقطة نقول أنه حينما تكون :

S₀ : السعر الجارى للسهم

فإن :

(S₀ - E), 0 القيمة الذاتية لخيار الشراء = الحد الأقصى

• مثال : (2-11)

افترض أنه في 1 أكتوبر كان سعر إغلاق سهم كومباك كمبيوتر \$ 27 $\frac{5}{8}$ وأن هناك خيار شراء أجل لشهر ديسمبر سعر ممارسته \$ 25 وهذا الحق مربح (مدر للنقد) لأن سعر السهم أكبر من سعر الممارسة ، وبالتالي تكون القيمة الذاتية لخيار شراء شهر ديسمبر كما يلى :

$$\$ 27 \frac{5}{8} - \$ 25 = \$ 2 \frac{5}{8}$$

وتعمل خيارات البيع الأجل بطريقة عكسية فإذا كان السعر السوقى للسهم أقل من سعر ممارسة خيار البيع الأجل ، فإن الخيار يكون مربح (مدر للنقد) ويكون له قيمة ذاتية (حقيقية) ولا فإنه يكون غير مربح (خارج النقود) ، وتكون القيمة الذاتية صفرًا وبذلك فإن :

$$\text{القيمة الذاتية لخيار البيع الأجل} = \text{الحد الأقصى} - S_0, \quad (E - S_0)$$

• مثال : (2-12)

افترض أن هناك خيار بيع أجل لأسهم كومباك كمبيوتر لشهر ديسمبر في 1 أكتوبر وأن سعر الممارسة 30 دولار وأن السعر السوقى الجارى هو $\frac{5}{8}$ \$ 27

∴ القيمة الذاتية لخيار البيع الأجل :

$$= \$ 30 - \$ 27 \frac{5}{8} = \$ 2 \frac{3}{8}$$

ولا تهبط علاوة خيار البيع/الشراء الأجل أبداً عن قيمته الذاتية والسبب في ذلك أن المضاربين في السوق والذين يراقبون أسعار خيارات الشراء/البيع الأجل بحثاً عن الفروق السعرية سوف يشترون تلك الحقوق ، ويمارسوها فيكسبون بذلك عوائد عديمة المخاطرة وذلك من خلال بناء أو تكون تحوطات عديمة المخاطرة .

(فمثلاً سعر السهم الجارى 30 جنيهًا وسعر الممارسة 27 جنيهًا والعلاوة 2 جنيه ، وفي ظل عقود الخيار الأمريكية والتي يمكن من خلالها ممارسة الحق في الشراء خلال فترة العقد ، فإن المضاربين سوف يشترون العقود ودفع 2 جنيه علاوة ثم ممارسة الحق في الشراء بـ 27 جنيه على الفور ويكسبون من وراء ذلك جنيه واحد في كل سهم ، ولذلك نقول أن علاوة الخيار لا تقل أبداً عن قيمته الذاتية وهي في مثانا هذا 3 جنيه) .

وبعبارة أخرى فإن أسعار خيارات البيع / الشراء الأجل تتجاوز دائمًا القيمة الذاتية ، وتعكس الفروق « القيمة الزمنية » ل الخيار الشراء/البيع الأجل .

وتسمية القيمة الزمنية Time Value مغلوطة إلى حد ما لأن المصدر الفعلى للقيمة هو التقلب في السعر ، ومع ذلك فالتحول في الأسعار يتناقض مع تناقض الوقت المتبقى حتى موعد إنتهاء صلاحية العقد ، ومن هنا جاء مصطلح القيمة الزمنية .

ونظراً لأن المشترين يكونون مستعدين لدفع سعر مقابل التحركات المستقبلية في أسعار الأسهم ، فإن للوقت قيمة موجبة أو طردية ، فكلما طال الوقت المتبقى حتى موعد إنتهاء صلاحية الخيار كلما زادت فرصة ارتفاع قيمته، ومع ذلك فعندما يتم تثبيت سعر السهم ينظر لخيارات الشراء/البيع الأجل على أنها أصل مستهلك أو قابل للنفاذ تقترب قيمته من القيمة الذاتية مع اقتراب موعد إنتهاء الصلاحية ، بعبارة أخرى : مع اقتراب موعد إنتهاء صلاحية عقد الخيار تراجع القيمة الزمنية للحق إلى صفر .

ويمكن احتساب القيمة الزمنية على أنها الفرق بين سعر الخيار والقيمة الذاتية .

$$\text{القيمة الزمنية} = \text{سعر الخيار} - \text{القيمة الذاتية}.$$

• مثال: (2-13)

فيما يتعلق بحقوق أو خيارات شراء/بيع أسهم كومباك كمبيوتر السابق الإشارة إليه .

القيمة الزمنية ل الخيار الشراء الأجل (25 ديسمبر) :

$$= 3 - \frac{1}{2} - 2 - \frac{5}{8} = \frac{7}{8}$$

القيمة الزمنية ل الخيار البيع الأجل (30 ديسمبر) :

$$= 3 - \frac{5}{8} = \frac{3}{8}$$

يمكنك الآن أن تفهم العلاوة مقابل خيار الشراء/البيع الأجل في أنها تمثل مبلغ القيمة الذاتية والقيمة الزمنية أو :

العلاوة أو سعر الخيار = القيمة الذاتية + القيمة الزمنية

• مثال: (2-14)

فيما يتعلق ب الخيار الشراء/البيع الأجل الخاص بشركة كومباك فإن :

* العلاوة نظير خيار الشراء الأجل (25 ديسمبر) :

$$= 2 \frac{5}{8} + \frac{7}{8} = 3 \frac{1}{2}$$

* العلاوة نظير خيار البيع الأجل (30 ديسمبر) :

$$= 2 \frac{3}{8} + \frac{5}{8} = 3$$

لاحظ أن هناك نقطة هامة متعلقة بخيارات البيع/الشراء الأجل وذلك بناء على المناقشة السابقة ، وهي أن المستثمر الذي يمتلك خيار شراء أجل ويرغب في الاستحواز على الأسهم العادية الضمنية سوف يجد دائمًا أنه من الأفضل بيع الخيار وشراء الأسهم العادية في السوق المفتوحة بدلاً من ممارسة الخيار (على الأقل إذا لم تصرف توزيعات أرباح على المساهمين) والسؤال لماذا ؟

وتكون الإجابة أنه إذا لم يفعل ذلك سوف يخسر العلاوة المتوقعة للخيار .

• مثال: (2-15)

تأمل خيار شراء أجل لأسهم كومباك كمبيوتر (25 ديسمبر) : والقيمة السوقية للأسهم العادية تبلغ $\frac{5}{8} \$ 27$ ، أن المستثمر الذي يمتلك خيار الشراء

الأجل واراد اقتتاء الأسهم العادي سوف يكون أفضل حالاً لو باع الخيار بسعر $\frac{1}{2} \cdot 3$ دولار واشتري الأسهم العادي مقابل $\frac{5}{8} \cdot 27$ دولاراً محققاً استثماراً صافياً قدره $\frac{1}{8} \cdot 24$ دولاراً وعند ممارسة خيار الشراء الأجل سوف يتبعين على المستثمر أن يدفع 25 دولاراً للسهم الواحد مقابل سهم يساوي $\frac{5}{8} \cdot 27$ دولاراً في السوق ولكن بتكلفة قدرها $\frac{1}{2} \cdot 3$ دولار للسهم الواحد (ثم تجاهل عمولات السمسرة في هذا المثال).

ومن ناحية أخرى ، يمكن أن يكون من الأمثل ممارسة خيار بيع أجل أمريكي مبكراً (في أسهم لا تدر ربحاً) ، و الخيار البيع الأجل الذي يكون مدخل النقود (مربيح) in the money بعمق كافي ينبعى أن يمارس مبكراً لأن المبلغ المستلم عند الممارسة يمكن استثماره في كسب عائد .

• حدود أسعار خيارات البيع/الشراء الأجل :

Boundaries on Option Prices

في الجزء السابق ، تعرفنا على مكونات علوة أو سعر خيار البيع الأجل أو خيار الشراء الأجل ، ولكننا لا نعرف لماذا يتم تداول الخيارات بالأسعار التي يتم التداول بها ولا مدى أو نطاق القيم التي يمكن أن تحملها .

وفي هذا الجزء سوف نحاول أن نتعرف على حدود أسعار خيارات البيع/الشراء الأجل ، وفي الجزء الذي يليه سوف نناقش محددات أسعار الخيارات المذكورة .

يجب أن ترتبط قيمة خيار شراء/بيع أجل ما بقيمة الأوراق المالية الدالة فيه ، والعلاقة الأساسية يمكن فهمها بسهولة شديدة من خلال حالة خيار شراء/أو بيع أجل يوشك أن تنتهي مدة صلاحيته وعندما لا تكون هناك علوة زمنية ، وإذا لم يمارس حق الاختيار (الخيار) فسوف تنتهي صلاحتيه فوراً وبذلك لا يكون له

قيمة ، ومن الواضح أن المستثمرين سوف يمارسونه فقط إذا كان يستحق الممارسة أى أنه مربح (أى إذا كان مدر للنقد *(in the money)* .

• ما هو أقصى سعر يمكن أن يكون لخيار شراء / بيع آجل ؟

لعرف ذلك فكر في خيار شراء آجل ، حيث أن قيمة خيار الشراء الآجل مشتقة من قدرتها على التحول إلى الأسهم الضمنية ، فلا يمكن أبداً أن يباع بأكثر من سعر الأسهم نفسها ، فليس من المنطقى أن يتم دفع مقابل خيار شراء آجل لسهم ما أكثر من سعر السهم نفسه . ولذلك فإن السعر الأقصى مقابل خيار شراء ما هو سعر الأسهم الداخلة فيه .

ولكي نتفهم تماماً سعر خيار شراء آجل ما يجب أن نستخدم نموذجاً لأسعار خيارات الشراء الآجل وهو نموذج بلاك شولز *Black - Scholes* ، ويمكن إيجاد سعر خيار شراء آجل ما باستخدام هذا النموذج ويسبب وجود علاقة تكافؤ بين خيارات الشراء الآجل وخيارات البيع الآجل .

• نموذج بلاك - شولز :

قام بلاك شولز بصياغة نموذج لتقدير خيارات الشراء الآجل وهو مقبول ومستخدم على نطاق واسع في مجتمع الاستثمار ، ورغم أن صيغة النموذج نفسها رياضية وتبدو معقدة جداً إلا أنها مستخدمة على نطاق واسع في الحاسوب وأجهزة الكمبيوتر ، ويقدر مستثمرون كثيرون قيمة خيارات الشراء الآجل باستخدام نموذج بلاك - شولز .

ويعتمد نموذج بلاك - شولز على خمسة متغيرات لتقدير خيار الشراء الآجل لأسهم لا تدر أرباحاً ، وهذه المتغيرات الخمسة فيما عدا المتغير الأخير - قابلة لللحظة مباشرة في السوق وهي :

- ١ - سعر السهم موضوع عقد الخيار .
- ٢ - سعر ممارسة الخيار .

٣ - الوقت المتبقى حتى تاريخ إنتهاء سريان الخيار .

٤ - سعر الفائدة .

٥ - تقلب أسعار الأسهم موضوع الخيار .

المتغيران الأولان لهما أهمية واضحة بالنسبة لتقدير الخيار لأنهما - وكما ذكرنا من قبل - يقرران القيمة الذاتية للحق سواء كان مربح (إدخال النقود in out of the money) ، أما إذا كان لا يدر نقود (غير مربح) (خارج النقود أم لا) يكون له قيمة زمنية فقط بناء على الاهتمام المتوقع بالأسهم the money .

كما يمثل الوقت المتبقى على تاريخ إنتهاء الصلاحية (والمقاس على أنه كسر من السنة) عاملًا هامًا أيضًا في قيمة خيار شراء/بيع أجل ما ، لأن القيمة تزداد عموماً مع الاستحقاق ، والعلاقة بين الوقت والقيمة ليست تتناسبية مع ذلك ، فالقيمة الزمنية لخيار ما تكون أكبر عندما يتساوى سعر السوق وسعر الممارسة .

أما سعر الفائدة فيؤثر على قيمة الخيار بسبب تكلفة الفرصة البديلة ذات الصلة ، فشراء خيار شراء/بيع أجل ما بديل لدرجة ما من الشراء على أساس الهامش buying on margin والذي يجب دفع فائدة عنه ، ولذلك كلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما تم توفير تكلفة فائدة أكبر بواسطة استخدام الخيارات ، ويرجع ذلك من قيمة الخيار ويترتب عنه علاقة مباشرة بين خيار الشراء الأجل وأسعار الفائدة في السوق .

أما العامل الأخير - والوحيد غير القابل لللحظة بشكل مباشر في السوق ، فهو تقلب أسعار الأسهم ، فكلما ارتفعت درجة التقلب كلما ارتفع سعر خيار الشراء الأجل بسبب ارتفاع احتمال صعود أسعار الأسهم ، ولذلك توجد علاقة طردية بين تقلب أسعار الأسهم وقيمة خيار الشراء الأجل .

ويمكن التعبير عن صيغة تسعير خيارات البيع/الشراء الأجل وفقاً لنموذج بلاك - شولز على النحو التالي :

$$CP = CMP [N(d_1)] - \frac{EP}{e^{\pi t}} [N(d_2)] \quad 2-5$$

حيث :

CP = سعر خيار الشراء الأجل

CMP = السعر السوقى الجارى للأسهم العادية

$N(d_1)$ = دالة الكثافة التراكمية لـ d_1 .

EP = سعر ممارسة الخيار .

e = أساس اللوغاريتم الطبيعي = 2.71828 تقريباً .

r = سعر الفائدة المركب عديم المخاطرة باستمرار على أساس سنوى.

t = الوقت المتبقى على تاريخ إنتهاء صلاحية الخيار معبراً عنه ككسر من العام.

$N(d_2)$ = دالة الكثافة التراكمية لـ d_2 .

وليجاد d_1 و d_2 من الضرورى حل هذه المعادلات

$$d_1 = \frac{\ln(CMP / EP) + (r + 0.56^2)t}{(6[(t)^{1/2}])} \quad 2-6$$

$$d_2 = d_1 - (6[(t)^{1/2}]) \quad 2-7$$

حيث :

(CMP / EP) = اللوغاريتم الطبيعي لـ (CMP / EP)

6 = الانحراف المعيارى لمعدل العائد السنوى على الأسهم العادية موضوع الخيار .

أن المتغيرات الخمسة السابقة مطلوبة كمدخلات ، والمتغيرات من 1 إلى 4 متاحة فوراً ، أما المتغير الخامس فليس كذلك ، لأن المطلوب هو قابلية التغير المتوقع حدوثه في عائد معدل السهم ، ورغم أن البيانات التاريخية عن عوائد

السهم تستخدم في المعتمد في تقدير هذا الانحراف المعياري إلا أن قابلية التغير أو التباين لا تتغير بمرور الزمن ، وينبغي على مستخدم النموذج أن يحاول إدراج المتغيرات المتوقعة ضمن التقلب أو إمكانية التحول والتغير عند استخدام البيانات التاريخية .

ولكي يفعل ذلك ينبغي على المستخدم أن يفحص أية تغيرات يحتمل حدوثها في قابلية تغير السوق أو السهم الفردي .

ويجب أن تكون المتغيرات الثلاثة الأولى مطابقة لسهم معين بالنسبة لكل من يستخدم نموذج بلاك - شولز ، أما المتغير الرابع فيجب أن يكون متطابق أو قريب جداً بالنسبة لمستخدمي النموذج تبعاً للبديل الوثيق المستخدم لسعر الفائدة عديم المخاطرة ، أما المتغير الخامس فسوف يتباين لدى المستخدمين موفراً قيمة خيارات شراء/بيع أجل مختلفة ، وقد أظهرت الدراسات التجريبية أن تقديرات التباين أو التغير المستقاة من غير البيانات التاريخية تكون قيمة بدرجة أكبر من التقديرات المبنية على البيانات التاريخية ، ونظراً لأن سعر خيار شراء/بيع أجل ما يمكن ملاحظته في أي وقت ، يكون من الممكن حل نموذج بلاك - شولز بالنسبة للانحراف المعياري الضمني لعائد الأسهم ، وقد وجده أنه يمكن الحصول على تنبؤات أفضل بالانحراف المعياري الفعلى عن طريق اعداد تنبؤات من واقع النموذج نفسه .

• مثال : (2-16)

فيما يلى مثال لاستخدام صيغة بلاك - شولز لتسعير خيارات الشراء/البيع الأجل :

افتراض أن :

$$\text{CMP} = 40 \text{ دولار}$$

$$\text{EP} = 45 \text{ دولار}$$

$$0.10 = r$$

$$0.5 = t \quad (6 \text{ شهور})$$

$$45 = S$$

الخطوة الأولى : إيجاد d_1

$$d_1 = \frac{\ln(40/45) + [0.10 + 0.5(0.45)^2]0.5}{0.45[(0.5)^{1/2}]}$$

$$= \frac{-0.1178 + 0.1006}{0.3182}$$

$$= -0.054$$

الخطوة الثانية : استخدام جدول توزيع احتمالي متراكم لإيجاد قيمة $N(d_1)$

$$N(d_1) = 0.4801$$

حيث :

$$d_1 = -0.054$$

الخطوة الثالثة : إيجاد d_2

$$d_2 = -0.054 - [0.45\{(0-5)^{1/2}\}]$$

$$= -0.372$$

الخطوة الرابعة : إيجاد $N(d_2)$

$$N(d_2) = 0.3557$$

الخطوة الخامسة : حل النموذج CP

$$CP = CMP[0.4801] - EP[\text{antilog} - (0.1)(0.5)] [0.3357]$$

$$= 19.20 - 45 \cdot (0.9512) \cdot (0.3557)$$

$$= 19.20 - 15.23$$

$$= \$ 3.97$$

ويذلك تكون القيمة النظرية (العادلة) للخيار ، وفقاً لصيغة بلاك - شولز هي 3.97 دولار ، وإذا كان السعر السوقى الجارى للخيار أكبر من القيمة النظرية يعني ذلك أنه مغالى فى تسعيره أما إذا كان أقل فيعني ذلك بأنه مسعر بأقل مما يستحق .

• تقويم خيارات البيع الأجل Put Option Valuation

لتحديد أسعار خيارات البيع الأجل يمكننا أن نستفيد من مبدأ تكافؤ أو تطابق خيار الشراء الأجل وخيار البيع الأجل ، وهو يعبر عن العلاقة بين أسعار خيارات الشراء الأجل وخيارات البيع الأجل لنفس الأسهم التي يجب أن توجد في حالة عدم وجود مضاربة ، بعبارة أخرى ما لم يكن لسعر خيار البيع الأجل وخيار الشراء الأجل علاقة معينة ببعضهما البعض تكون هناك فرص لكسب أرباح عدية المخاطرة (من خلال المضاربة) .

ويمكن التعبير عن تكافؤ خيار الشراء الأجل - خيار البيع الأجل على النحو التالي :

$$\text{سعر خيار البيع الأجل} =$$

$$= EP / (e^{rt}) - CMP + CP$$

وقد سبق أن قدمنا معانى الرموز

• مثال : (2 - 17)

استخدم المعلومات الخاصة بخيار الشراء الواردة من قبل (فى الأمثلة السابقة) حيث أن نموذج بلاك - شولز يستخدم الفائدة المستمرة ، ويتم التعبير

عن عامل الخصم بصورة متواصلة وهو يساوى :
 e^{-rt} أو $e^{10(5)}$ ويستخدم آلة حاسبة تكون هذه القيمة هي 1.051 ولذلك :

سعر خيار البيع الأجل يكون :

$$= 45 / 1.051 - 40 + 3.96 = \$ 6.78$$

• ملخص للعوامل المؤثرة على أسعار خيارات الشراء / خيارات البيع :

إذا أخذنا في الاعتبار الأسهم التي تولد الأرباح ، يمكننا أن نلخص العوامل المؤثرة على أسعار خيارات الشراء / البيع الأجل في صورة جدول من ستة عناصر ، كما يتضح من الجدول رقم 1 - 2 .

وتشير علامة + إلى وجود علاقة مباشرة وعلامة - على وجود علاقة سلبية .
 ويقوم هذا الجدول على افتراض أن كافة المتغيرات الأخرى تظل ثابتة أثناء دراسة أي من المتغيرات الستة .

جدول 1 - 2

تأثير مختلف المتغيرات على أسعار الخيارات

اسم المتغير	خيارات الشراء الأجل	خيارات البيع الأجل
سعر السهم	-	+
سعر الممارسة	+	-
الوقت المتبقى حتى إنتهاء صلاحية العقد	+	+
تقلب الأسهم	+	+
أسعار الفائدة	-	+
توزيعات أرباح الأسهم النقدية	+	-

• نسب التحوط:

المفهوم الأساسي المرتبط بخيارات الشراء/البيع الأجل هو استخدامها كأداة للتحوط ، ورغم أن تلك الخيارات تشكل في حد ذاتها أصولاً محفوفة بالمخاطر إلا أنها يمكن أن تستخدم للتحكم في المخاطرة ، وعلى وجه الخصوص يمكن استخدام خيارات الشراء/البيع الأجل للسيطرة على المخاطرة الكامنة في الأسهم العاديّة.

ولحماية مركز طويل الأجل في أسهم من خلال خيارات الشراء / البيع الأجل يقوم المستثمر بتحرير (بيع) خيار شراء أجل وفي الوقت نفسه يشتري عدداً من الأسهم العاديّة ، هذا العدد يتم الحصول عليه من نسبة التحوط أى (d1) N فإنها تكون $1 - d1 = \text{نسبة خيار البيع الأجل}$.

• مثال: (2 - 18)

في المثال السابق كانت (d1) N متساوية 0.48 وعلى ذلك فلكل خيار شراء أجل مكتوب ، يكون المطلوب 0.48 سهماً عاديّاً مطلوبًا لحماية المركز ، وبالنسبة للعقد المعياري العادي ل الخيار الشراء أو البيع الأجل وهو 100 سهم يكون مطلوبًا 48 سهماً ، وسوف تولد الزيادة بمقدار دولار واحد في سعر السهم تغيراً قدره 48. دolar في سعر خيار الشراء/أو البيع الأجل ، وتكون الخسارة الناجمة عن خيارات الشراء الآجلة المحررة $48 \times 100 = 4800$ دلار على الأسهم ، والمركز الخاضع للتحوط بشكل نموذجي يترك الثروة الكلية دون تغيير .

وتشير حقيقة أن نسب التحوط أقل من 1 إلى أن قيمة خيارات الشراء/البيع الأجل تتغير مع تغير أسعار الأسهم ولكن ليس بشكل متوازن تماماً ، بعبارة أخرى:

تكون التحركات السعرية لأسعار خيارات البيع/الشراء الآجل أقل من التحركات السعرية في الأسهم موضوع الخيار ، ومع ذلك فالتأثيرات السعرية المئوية في الخيارات تكون أكبر عموماً من التغيرات السعرية المئوية للأسهم .

• استخدام نموذج بلاك - شولز:

يشار تساؤل وهو :

ما معنى أن نحسب قيمة ذاتية لخيار شراء / بيع أجل معين وتكون مختلفة بشكل معنوي عن السعر السوقى ؟ ، ورغم أن ذلك قد يمثل فرصة استثمارية إلا أن علينا أن نتذكر أن نموذج بلاك - شولز الأصلى قائم على بعض الافتراضات البسطة مثل عدم صرف توزيعات أرباح ، ثبات التباين ، تواصل أسعار الأسهم ، ولا يمكن ملاحظة الانحراف المعيارى ويجب تقديره ، ولذلك فإن أي فروق ملحوظة يمكن أن تعكس أخطاء فى تقدير تقلب أسعار الأسهم .

لقد كان وضع نموذج بلاك - شولز حدثاً هاماً وكان له تأثير كبير على كافة مستثمرى خيارات الشراء/البيع الآجل سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة ، وقد ظل هذا النموذج أساس عدد كبير من البحوث التجريبية حول كيفية تسعير خيارات الشراء/البيع الآجل ، والسؤال الآن :

ما مدى نجاح أسلوب عمل هذا النموذج ؟

أن الدراسات العديدة التى أجريت تقدم دعماً عاماً لنموذج بلاك - شولز ، والافتراض القائل بأن خيارات الشراء/البيع الآجل مسيرة بكفاءة من قبل السوق ، ومع ذلك فقد لوحظت بعض أوجه القصور ، والانحرافات والتحيزات التى يبدو أنها ماتزال موجودة فى نماذج تسعير خيارات الشراء/البيع الآجل والتى قد تكون راجعة لعدة مصادر ، على سبيل المثال قابلية تقلب أسعار الأسهم الحقيقية غير قابلة للملاحظة ، ورغم احتمال وجود تحيزات ذات دلالة احصائية فى الأسعار المولدة بواسطة نماذج تسعير خيارات الشراء/البيع الآجل ، إلا أن صدق وصلاحية هذا النموذج تظل لا غبار عليها ولكن ما هي انعكاسات ذلك على كفاءة السوق ؟

▪ خيار الشراء الأجل و الخيار البيع الأجل من منظور المستثمر

ما الذى تعنىه خيارات الشراء الأجل و خيارات البيع الأجل بالنسبة للمستثمرين :

تناولنا فيما سبق بعض الاستراتيجيات البسيطة باستخدام خيارات الشراء الأجل و خيارات البيع الأجل ، وكذلك بعض الاستراتيجيات الأكثر تطوراً و تعقيداً بإيجاز ، ومن المهم بالنسبة للمستثمرين أن يكون لهم نظرة إجمالية بشأن خيارات الشراء الأجل و خيارات البيع الأجل وأن يدرسوا ما تضييفه حقاً إلى عملية الاستثمار .

إن عقود خيارات الشراء/البيع الأجل مهمة بالنسبة للمستثمرين من ناحيتيين فى كل قرار استثمار و هما العائد و المخاطرة المرتبطة بأصل أو محفظة الأوراق المالية معينة ، ويمكن استخدام خيارات الشراء/البيع الأجل فى مختلف أنواع التحوط و يتضمن ذلك إدارة المخاطر ، كذلك فإن عقود الاختيار (الخيارات) تتيح للمضاربين أيضاً طريقة لدعم و تعزيز استثمارهم من خلال تقييد المخاطرة .

وتختلف خصائص تعديل العائد و المخاطرة التي تتسم بها خيارات الشراء الأجل و خيارات البيع الأجل اختلافاً كبيراً عن الأدوات المشتقة الأخرى مثل العقود المستقبلية Futures والتي سوف نتناولها فى الفصل القادم ، وال نقطة الهامة بشأن العائد و المخاطرة المتصلين بالخيارات و المحافظ المالية هي أن تأثير خيارات الشراء/البيع الأجل ليس متماثلاً ، فكما ذكرنا من قبل ، يكون توزيع العوائد «مقلم الأظافر» Truncated أو مبتوراً لأنه فى حالة شراء خيار شراء أجل تكون العلوة هي أقصى ما يمكن أن يخسره المستثمر بصرف النظر بما يحدث لسعر السهم ، وينطبق نفس الشيء على حالة شراء خيار بيع أجل ، حيث أنه إذا واصل سعر السهم الارتفاع مؤثراً سلباً على المستثمر فإن أقصى ما يمكن خسارته من وراء شراء خيار البيع الأجل يكون قيمة العلوة .

• تطور استخدام خيارات الشراء/البيع الآجل:

ظلت خيارات الشراء / البيع الأجل متاحة للمستثمرين لدى بورصات خيارات الشراء / البيع الأجل منذ عام 1973 ، رغم أن الأدوات المالية المشتقة ظلت تستخدم لفترة طويلة قبل ذلك ، إلا أن خيارات الشراء / البيع الأجل لاقت رواجاً وقبولاً لدى المستثمرين من الأفراد منذ بداية التداول في بورصة شيكاغو ، وإن كانت النظرة لها قد تغيرت بعض الشيء ، ففي بادئ الأمر كان ينظر لخيارات الشراء / البيع الأجل على أنها أدوات مضاربة بدرجة أو بأخرى ، وكانت تشتري من أجل إمكاناتها المتعلقة بالرافعة المالية ، وكان تحرير خيارات الشراء / البيع الأجل المغطاه تستخدم لتعظيم عوائد محفظة الأوراق المالية ، وخلال الثمانينيات باع مستثمرون كثيرون خيارات البيع الأجل الخاصة بهم للاستفادة من الاتجاه الصعودي لأسعار الأسهم ، وقد نجحت هذه الاستراتيجية حتى حدث انهيار الشهير في السوق عام 1987 ودفعت الخسائر الكبير من المستثمرين لرؤية الخيارات على أنها أدوات مضاربة ولم يعد حجم خيارات الشراء / البيع الأجل إلى المستوى الذي كان عنده في عام 1987 لعدة سنوات .

وتركز صناعة السمسرة الآن على توعية المستثمرين بشأن كيفية الاستخدام الكفء للخيارات كجزء من محافظ أوراقهم المالية ، ويبدو أن رغبة المستثمرين في حماية محافظهم من التدهور السوقى (والذى تم توقعه فى منتصف التسعينات بواسطة مراقبى السوق بسبب الاتجاه الصعودى القوى فى السوق) وكذلك طرح منتجات جديدة مثل الصناديق الريفية ، ADRs ، LEAPs الجديدة = والتى كانت قد بدأت فى اجتذاب الجمهور للسوق من جديد .

ويحلل الشهانينات كانت خيارات الشراء/البيع الأجلاء قد أثبتت مكانتها كبديل استثماري ذي شأن ، وبدأت في اجتناب اهتمام المؤسسات وحدثت تغيرات

في اللوائح والقوانين شجعت بالفعل المؤسسات على الاهتمام بخيارات الشراء/البيع الأجل ، وبدأت صناديق المعاشات وشركات التأمين والبنوك في الحصول على موافقات على تداول الخيارات والتجار فيها بشرط أن يقى ذلك الاتجار بالقواعد الإرشادية التي تعمل وفقاً لها .

وبذلك أصبحت عقود الخيارات - في التسعينيات - قيمة متزايدة في إدارة المحافظ المالية الاستراتيجية ، وتسمح الخيارات للمستثمرين بخلق استراتيجيات تتجاوز بالنتائج حدود ما يمكن تحقيقه في غياب خيارات الشراء/البيع الأجل ، بعبارة أخرى : يحتاج المستثمرون ومديرو الاستثمار في بعض الأحيان إلى التوزيعات غير المتماثلة للعوائد والتي توفرها عقود الخيارات ، وتزيد استراتيجيات عقود الخيارات من مجموعة الظروف المحتملة أو النفقات الطارئة التي يمكن الاحتياط منها .

• خيارات مؤشرات الأسهم وخيارات سعر الفائدة :

يقصد بخيارات مؤشر الأسهم Stock - Index Options بأنها عقد اختيار على مؤشر سوق الأسهم مثل مؤشر ستاندر أند بورز 500 (S & P . 500) .

ويقصد بخيارات سعر الفائدة Interest Rate Options بأنها عقد إختيار على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل سندات الخزانة .

تشمل المبتكرات الجديدة في سوق عقود الاختيارات ، أنواع من عقود الاختيارات مثل تلك العقود المبنية على مؤشر سوق الأوراق المالية (مؤشر الأسهم) وعقود الاختيارات في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت .

ونظراً لأن معظم المستثمرين مهتمون بالنوع الأول فسوف نقصر مناقشتنا عليه بعد الإشارة إلى عقود الاختيار المتاحة من النوع الثاني حيث توجد عقود

اختيارات من النوع الثاني (الأوراق المالية ذات الدخل الثابت) متداولة في بورصة شيكاغو بآجال 5 سنوات و 10 سنوات و 30 سنة .

• أساسيات عقود اختيارات مؤشر سوق الأسهم SIO

Stock - Index Options (SIO)

إعتباراً من بداية عام 1993 كانت SIO متابعة على مجموعة متنوعة من مؤشرات الأسهم ، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر مؤشر S & P 100 ومؤشر Russell 2000 ومؤشر S & P 500 ومؤشر بورصة نيويورك ومؤشر The Value Line ، ومؤشر S & P Midcap ومؤشر Major Market ومؤشر Japan ومؤشر OTC كما توافرت أيضاً عقود اختيارات STO على بعض المؤشرات الفرعية مثل الحاسبات وأشباه الموصلات .

وتمكن عقود اختيار مؤشرات سوق الأسهم SIO المستثمرين من الاتجار في تحركات أو قطاعات سوق الأوراق المالية بنفس الطريقة التي يتداولون بها الأسهم الفردية وبذلك فإن المستثمر المتفائل بشأن السوق يمكن أن يشتري عقد اختيار شراء مؤشر السوق ، والمستثمر المتشائم بشأن حالة السوق الكلية يمكنه أن يشتري عقد اختيار بيع أجل ، ولا يحتاج المستثمر إلى اتخاذ قرار متصل بالسوق وليس قرار متعلق بصناعة أو سهم معين فردي .

واجمالاً فإن عقود اختيار مؤشر السوق تشبه عقود الاختيارات في البورصات المتخصصة فيها ، وكما هو معتاد يتم تحديد سعر الممارسة وتاريخ إنتهاء الصلاحية بشكل موحد .

ويقوم المستثمرون بشراء أو بيع عقود الاختيار الخاصة بمؤشرات السوق عن طريق السمسرة وبالطريقة العادي ، وتقرأ معلومات SIO بنفس طريقة قراءة

عقود الاختيارات العادية ، وخلافاً لعقود الخيارات التي تستلزم أن يتم التسلیم الفعلى للأسهم عند الممارسة ، فإن مشتري عقود مؤشر السوق يحصلون مبالغ نقدية من البائع عند ممارسة الحق واختيار بديل التنفيذ ، ويساوي مبلغ التسوية التقدیة الفرق بين سعر إقفال المؤشر وسعر ممارسة الخيار مضروباً في مبلغ محدد بالجنيه (وكما هو محدد العقد) .

• مثال: (2 - 19)

افترض أن مستثمراً يمتلك عقد خيار مؤشر سوقى S&P على مؤشر بورصة نيويورك وأن سعر الممارسة هو 135 وأنه يقرر ممارسة الخيار فى اليوم الذى يكون فيه سعر الأقفال لمؤشر بورصة نيويورك المركب 139.5 .

وسوف يحصل المستثمر على مبلغ نقدى من محرر العقد يوازى 100 دولار مضريوباً فى الفرق بين سعر ممارسة عقد الخيار وسعر اقفال مؤشر بورصة نيويورك أو :

139.5	سعر اقفال مؤشر بورصة نيويورك
135.0	سعر ممارسة عقد الخيار على مؤشر بورصة نيويورك
<hr/>	
4.5	الفرق

لاحظ أن استخدام مضاعف يبلغ 100 دولار بالنسبة لعقد الخيار المؤشر السوق (SIO) والمدرج على مؤشر بورصة نيويورك ، ويؤدي المضاعف وظيفة مماثلة لوحدة التداول (100 سهم) في عقود خيارات شراء/بيع الأسهم وذلك من ناحية أنه يحدد قيمة المبلغ الكلية اللازمة للتسوية النقدية ، ولأن عقود الخيارات

المدرجة على المؤشرات المختلفة يمكن أن يكون لها مضاعفات مختلفة فمن المهم معرفة مضاعف مؤشر الأوراق المالية الجارى استخدامه .

• استراتيجيات عقود اختيار المؤشرات السوقية:

تشبه الاستراتيجيات الخاصة بعقود اختيار المؤشرات السوقية للأسهم SIO تلك العقود المتعلقة بالأسهم الفردية ، حيث يقوم المستثمرون الذين يتوقعون حدوث ارتفاع في السوق بشراء عقود خيارات الشراء ، في حين يقوم المستثمرون الذين يتوقعون حدوث هبوط في السوق بشراء عقود اختياريات البيع . وتكون الخسائر القصوى الناجمة عن هاتين الاستراتيجيتين محددة بمقابل العلاوة المدفوعة وتكون معلومة منذ بداية المعاملة ، ويمكن أن تكون المكاسب المحتملة كبيرة بسبب الرافعة المالية Leverage المرتبطة بعقود الاختيارات .

• مثال: (20 - 2)

فى سبتمبر يتوقع أحد المستثمرين أن تتنعش سوق الأوراق المالية بشدة على مدى الشهرين أو الثلاثة التالية ، ويقرر هذا المستثمر شراء عقد اختيار شراء على مؤشر بورصة نيويورك (نوفمبر 130) وبيع عقد الخيار هذا حالياً مقابل 3.5 وذلك فى اليوم الذى كان فيه سعر الإغلاق 129.5 .

افترض أن السوق أصابها الارتفاع كما توقع المستثمر وارتفعت فى منتصف نوفمبر إلى مستوى 139.86 (أى زيادة نسبة 8%) وأن المستثمر يمكنه أن يمارس الخيار ويحصل على تسوية نقدية تساوى الفرق بين سعر المؤشر 139.86 وسعر الممارسة البالغ 130 مضمونة فى 100 دولار أو

139.86	سعر مؤشر بورصة نيويورك
<u>130.00</u>	سعر ممارسة عقد خيار الشراء الأجل
986 = 100 X 9.86	

أن الرافعة المالية التي تقدمها عقود اختياريات المؤشرات السوقية SIO تتضمن في هذا المثال من خلال حقيقة أن حدوث ارتفاع في المؤشر بنسبة 8% يقود إلى ربح نسبته 182% نتيجة لمركز عقد الشراء وكما يلى :

$$= [986 - 350] / 350 = 181.7\%$$

ومن الواضح أن الرافعة المالية يمكن أن تعمل ضد مصلحة المستثمر . فإذا هبط السوق أو ظل مستقراً فإنه يمكن أن يخسر العلاوة التي دفعها لشراء عقد الخيار برمتها وهي 350 دولار ، ومع ذلك فكما هو الحال بالنسبة لأى عقد اختيار تكون خسارة المستثمر محدودة ومعلومة وهي العلاوة المدفوعة .

ويستطيع المستثمرون استخدام عقود الاختيار التي تقوم على مؤشرات السوق SIO لحماية مراكزهم . على سبيل المثال فإن المستثمر الذى يمتلك محفظة منوعة من الأسهم قد لا يكون راغباً فى تصفية محفظته ، ولكنه يكون قلقاً من قرب حدوث تراجع أو هبوط في السوق . وشراء خيار بيع آجل على مؤشر سوق ما سوف يوفر للمستثمر بعض الحماية في حالة حدوث هبوط في السوق . الواقع أن المستثمر يشتري بذلك شكلاً للتأمين السوقي . والخسائر الناجمة عن الأوراق المالية المملوكة ضمن المحفظة سوف تعوضها جزئياً المكاسب المتحققة من وراء شراء خيار البيع الآجل ، فإذا انتعشت السوق يخسر المستثمر العلاوة المدفوعة ولكن يكسب من وراء الأوراق المالية الداخلة في المحفظة ، ولكن تنشأ مشكلة مع ذلك وهى أنه من المستبعد أن تتوافق الأوراق المالية في المحفظة ومؤشر السوق توافقاً تماماً وتعتمد فعالية هذا التحوط على درجة التمايز بين الاثنين .

• مثال : (21 - 2)

افتراض أن مستثمراً يملك محفظة تتضمن أسماءً عاديَّة في بورصة نيويورك

وتساوى حالياً 39000 دولار ، وقد جاء شهر أكتوبر وأصبح هذا المستثمر قلقاً من احتمال حدوث هبوط في السوق خلال الشهرين التاليين ، وسعر مؤشر بورصة نيويورك حالياً هو 130 وخيار البيع الآجل على مؤشر نيويورك (ديسمبر 130) متاح مقابل سعر 3 ويقوم المستثمر بشراء ثلاثة من خيارات البيع الآجل وذلك في محاولة لحماية أرباح المحفظة المالية من الهبوط السوقى ، وهو ما يمثل سعر ممارسة إجمالي قدره 39000 عبارة عن $(3 \times 100 \times 130)$.

وافتراض أن هبوطاً في السوق بنسبة 10% يحدث في منتصف ديسمبر ، وذلك إذا كان سعر مؤشر بورصة نيويورك قد وصل إلى 117 نقطة .

130.00	سعر ممارسة خيار البيع الآجل
117.00	سعر مؤشر بورصة نيويورك
<hr/>	
$3 \times 100 \times 13$	
$3900 =$	

ومعنى ذلك أنه :

إذا هبطت قيمة محفظة المستثمر 10% بالضبط ، يتم تعويض الخسارة المتولدة من المحفظة وقدرها 3900 دولار بالضبط وذلك من خلال المكسب الكلى المتحقق على عقود البيع الآجل الثلاثة وقدرها 3900 دولار .

ومع ذلك فمن المهم ملاحظة أن قيمة محفظة معينة قد تهبط بدرجة أكثر أو أقل من السوق الإجمالية المثلثة بواسطة واحد من المؤشرات السوقية مثل المؤشر المركب لبورصة نيويورك ، وقد تهبط قيمة محفظة معينة بدرجة أقل أو أكثر من التغير في المؤشر .

وكما ذكرنا من قبل إذا تم الاحتفاظ بالخيار حتى موعد إنتهاء الصلاحية ، ولم يحدث هبوط سوقى كبير ، فسوف يخسر المستثمر مبلغ 100 دولار المدفوعة

نظير الحصول على عقد خيار البيع ، وفي مثالنا هذا فإن المستثمر يمكن أن يخسر مبلغ الـ 900 دولار المدفوعة مقابل عقود الاختيار الثلاثة كلها ، ويمكن أن ينظر إلى ذلك على أنه تكفة الحصول على «التأمين ضد تقلبات السوق» Market Insurance”

وعقود خيارات المؤشرات السوقية SIO يمكن أن تكون مفيدة بالنسبة للمستثمرين من النشأت (أو الأفراد) الذين لا توجد لديهم أموال متاحة فوراً للاستثمار ولكن يتوقعون حدوث انتعاش في السوق .

وسوف يسمح شراء عقود خيار الشراء لمثل هؤلاء المستثمرين بالاستفادة من الارتفاع في الأسعار إذا حدث ، وبالطبع يمكن أن يخسروا العلاوة إذا لم تكون توقعاتهم صحيحة .

ويستطيع المستثمرون بيع عقود خيار مؤشرات السوق للمضاربة على مراكزهم وحمايتها ، وكما رأينا في حالة الخيارات الفردية يمكن أن تكون المخاطرة كبيرة مع ذلك ، فإذا كان البائع صائباً في اعتقاداته يكون الربح مقصوراً على مبلغ العلاوة ، أما إذا خابت توقعاته فإنه يواجه في هذه الحالة احتمال تكبد خسائر تفوق بكثير مبلغ العلاوة التي تسلّمها نظير بيع عقد الخيار ، ومن غير العملي (أو من المستحبيل) بيع مؤشر سوقى SIO مغطى بالكامل بسبب صعوبة امتلاك محفظة متفقة تماماً مع المؤشر في كل الأوقات ، ورغم أن بائع خيار الشراء الأجل يمكنه أن يسلم الأسهم في حالة ممارسة الحق ، فإن بائع خيار الشراء الأجل من نوع مؤشرات السوق يجب أن يسوى المعاملة نقداً في حالة الممارسة ولا يمكنه أن يتتأكد أن مكاسب محفظة الأوراق المالية سوف تغوص تماماً الخسائر المتولدة من الحق المنتهي لنوعية SIO .

• ملخص شعبية عقود اختيار المؤشرات السوقية SIO

تلقي عقود الاختيار المبنية على المؤشرات السوقية قبولاً ورواجاً لدى المضاربين بسبب الارتفاع المالية التي توفرها ، فحدث تغير في المؤشر بنسبة أقل من 1% يمكن أن ينتج عنه تغير في قيمة العقد بنسبة 15% أو أكثر ، وبالنظر إلى ارتفاع درجة التقلب في الأسواق المالية في السنوات الأخيرة ، فإنه من الممكن أن يواجه المستثمرون تغيرات سريعة في مراكزهم .

وعقود اختيار المؤشرات السوقية SIO التي استحدثت في عام 1983 أصبحت بسرعة من أسرع أدوات الاستثمار نمواً في الولايات المتحدة وكان أول من استخدمها المضاربون المحترفون وشركات تداول الأسهم ، ولكن مع ارتفاع الدراءة بها بدأ المستثمرون من الأفراد في لعب دور أكبر في هذه السوق .

• الخلاصة

• تكون الأوراق المالية التي تشتق قيمتها من حقوق الملكية من عقود خيارات الشراء وعقود خيارات البيع والتي ينشئها المستثمرون ، كما تشتق أيضاً من الضمادات Warrants والأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم والتي تصدرها الشركات .

* خيار الشراء (البيع) :

هو حق شراء (بيع) 100 سهم من أسهم منشأة معينة بسعر محدد ويتم التنفيذ في أي وقت قبل موعد إنتهاء صلاحية العقد (في عقود الخيار الأمريكية) أو في تاريخ محدد (في عقود الاختيار الأوروبية) ويحصل بائع العقد (أي محرر العقد) على علاوة نظير التزامه ببيع أي من هذين النوعين من العقود ، ويدفع المشتري هذه العلاوة للبائع .

- * تشمل مزايا عقود الاختيار (الخيارات) ما يلى :
- ان الاستثمار فى عقود الاختيار يحتاج إلى مبالغ استثمارات أقل مقارنة بالتعامل مباشرة فى الأسهم .
- يستطيع المستثمر أن يعرف مقدماً أقصى خسارة يمكن أن يحققها أى يتمكن من تقييد (حبس) الخسارة .
- تتيح رافعة مالية أكبر .
- اتساع مجموعة الفرص المتاحة أمام المستثمرين .
- * يتوقع مشتري خيارات الشراء الأجل أن يسير أداء الأسهم موضوع الخيارات فى الاتجاه المعاكس لتوقعات المشترين لعقود خيارات البيع الأجل ، وبائعو كل أداة لديهم توقعات معاكسة للمشترين .
- * تتضمن الاستراتيجيات الأساسية للخيارات توقع بائع خيار الشراء الأجل ومشتري خيار البيع الأجل أن تهبط أسعار الأسهم محل عقود الخيارات ، على حين يتوقع مشتري خيار الشراء الأجل وبائع حق البيع الأجل أن ترتفع أسعار الأسهم ، ويمكن استخدام عقود الاختيار أيضاً في حماية مركز محفظة ما عن طريق خلق مركز عكسي أو مضاد في عقود اختيار تلك الأسهم .
- * تشمل استراتيجيات الخيارات الأكثر تطوراً توليفات من الخيارات مثل . Spreads و Straddles و Straps
- * توجد لعقود الخيارات قيمة ذاتية تتراوح بين صفر وقيمة مؤدية إلى تدفق نقدى داخل ، وتباع معظم عقود الخيارات مقابل مبلغ أكثر من هذا ، ويمثل ذلك علاوة مضاربة .

* وفقاً لنموذج بلاك - شولز لتقدير عقود الخيارات ، فإن قيمة الخيار تمثل دالة لسعر السهم ، وسعر ممارسة عقد الخيار ، والوقت المتبقى على إنتهاء صلاحية العقد ، وسعر الفائدة ، ومدى تقلب الأسهم محل عقد الخيار .

* يبدو أن الأدلة التجريبية المتاحة تشير إلى أن سوق عقود الخيارات كفء وإلى أن قواعد التداول غير قادرة على استغلال أي تحيزات موجودة في نموذج بلاك - شولز أو نماذج تسعير الخيارات الأخرى .

* يتاح أمام المستثمرين عقود خيارات أخرى مثل عقود اختياريات سعر الفائدة (للأوراق المالية ذات الدخل الثابت) وعقود اختياريات المؤشرات السوقية SIO .

* تعد عقود خيارات المؤشرات السوقية SIO من الابتكارات ذات الشعبية الكبيرة في مجال عقود الخيارات ، لأنها تسمح للمستثمرين بشراء عقود خيارات شراء/بيع آجل على مؤشرات الأسواق المالية لكل والمؤشرات الفرعية لبعض الصناعات .

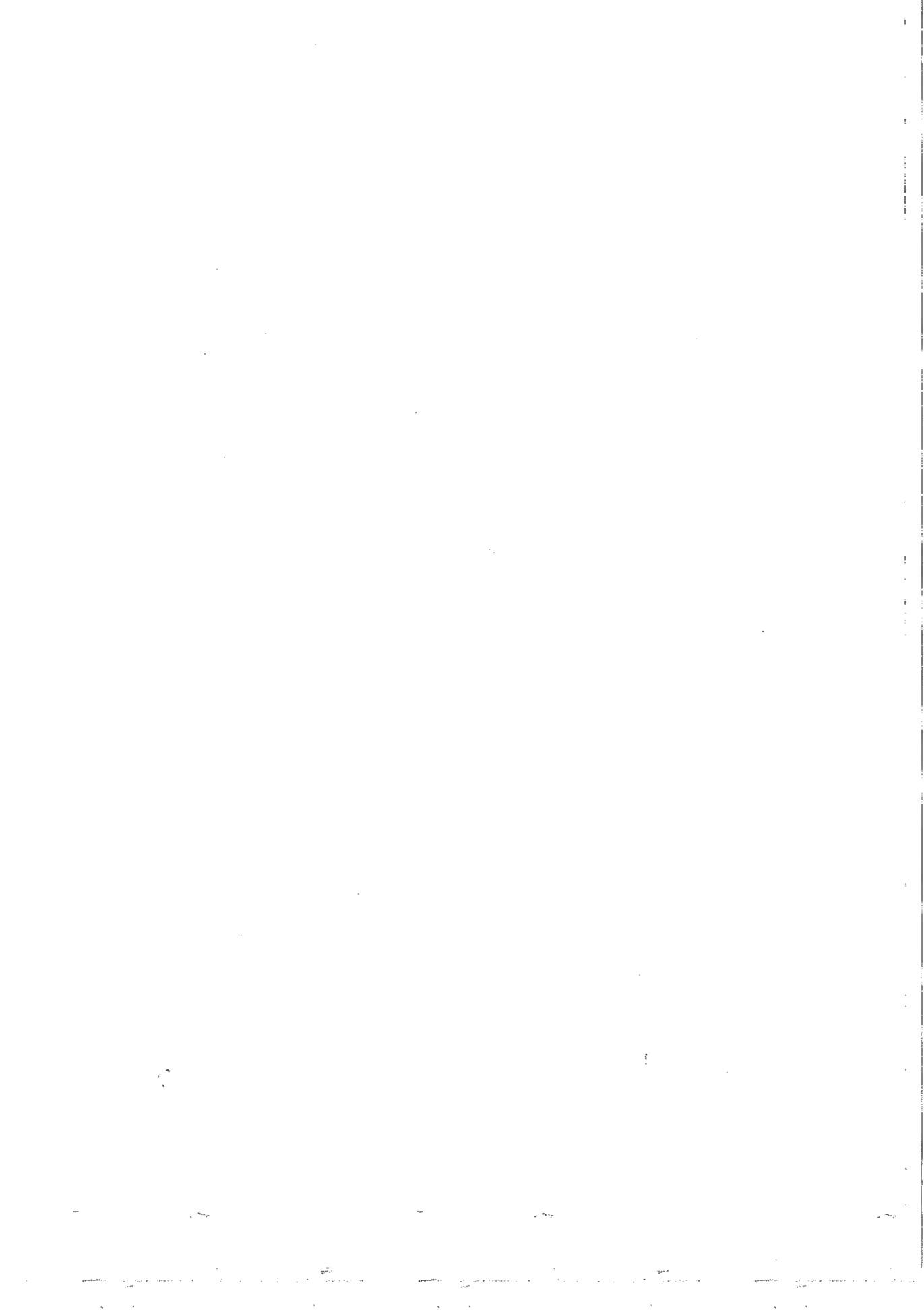
• الفرق الأساسي الذي يميز عقود اختياريات المؤشرات السوقية عن عقود الأختيارات للأسهم هو أن التسوية يجب أن تتم في خيارات المؤشرات السوقية نقداً .

* تسمح عقود خيارات المؤشرات السوقية (SIO) للمستثمرين بإتخاذ قرار سوقى واحد فقط وبشراء شكل من أشكال تأمين السوق .

* تشبه استراتيجيات خيارات SIO تلك الخاصة بالخيارات العادية في الأسهم ، حيث يمكن للمستثمرين أن يمارسوا كلًا من التحوط والمضاربة .

الفهرس

العقود الآجلة والعقود المستقبلية



الفصل الثالث

• العقود المستقبلية والعقود الآجلة •

أهداف الفصل :

بعد دراستك لهذا الفصل فإنك سوف تكون قادراً على تفهم ما يلى :

- * مفهوم العقود المستقبلية .
- * الوظيفة الاقتصادية التي تؤديها العقود المستقبلية .
- * الاختلافات بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة .
- * دور غرفة مقاصة البورصة في ضمان تنفيذ العقود المستقبلية.
- * متطلبات الهامش ومراقبة تحركات الأسعار السوقية في العقود المستقبلية .
- * علاقة العائد / المخاطرة في مراكز العقود المستقبلية .
- * مبادئ التحوط والمخاطر المحيطة به .
- * دور أسواق العقود المستقبلية في الاقتصاد .
- * مقدمة عن مبادئ المحاسبة والضرائب المتعلقة بالعقود المستقبلية .



الفصل الثالث

العقد والأجلة والعقد المستقبلية

المبحث الأول: تمهيد وخلاصات

العقود الفورية والعقود الأجلة

Spot Contract

• العقد الفوري :

هو اتفاق بين مشتري وبائع في زمن معين وليكن صفر أي الآن حيث يوافق بائع الأصل على تسليم الأصل فوراً ويوافق مشتري الأصل على دفع ثمن الأصل فوراً .

مثال :

إذا دخلت مكتبة وقمت بشراء أدوات كتابية نقداً وتسلمت الأصل .

Forward Contract

• العقد الأجل :

هو اتفاق تعاقدى بين مشتري وبائع يحدث الآن (أو في زمن Zero) وذلك لتبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق ويسعر يحدد الآن .

Futures Contract

• العقد المستقبلى :

هو عقد معياري منظم بواسطة بورصة منظمة ، وهو أيضاً اتفاق بين مشتري وبائع الآن (أو في زمن Zero) لتبادل أصل مقابل نقد وذلك في تاريخ لاحق ويسعر يحدد الآن .

وهكذا فإن العقد المستقبلى يتشابه بدرجة كبيرة مع العقد الأجل .

الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
• نوع العقود	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد	نظمية وتتداول في سوق منظمة وهي البورصة
• ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابت خلال فترة العقد ، ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد .	يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية ، وهذا يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات الشيء محل العقد ، ولذلك فإن تسوية بقية فعلية سوف تحدث بين البائع والمشتري استجابة للاحظات التحرّكات السوقية في أسعار العقد .
• تسليم الأصل محل التعاقد تتضمن كلاً من العقود الآجلة والعقود المستقبلية شروط ومواصفات التسليم	يتم إنتهاء العقد بالتسليم عادة	لا يتم عادة إنتهاء العقد بتسليم الأصل أو الشيء موضوع العقد ، وفي حقيقة الأمر فإن نسبة لا تتجاوز 2% من العقود المتداولة يتم إنتهاءها بالتسليم .

تابع الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود المستقبلية	العقود الآجلة	وجه المقارنة
<p>يتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل ، ولذلك فإن العقود المستقبلية يتربّط عليها تدفقات نقدية قصيرة ، حيث يتطلب الأمر إيداع هامش (مبلغ من المال) لكل من المشتري والبائع . وهذا الهامش سوف يعكس التحركات السعرية للأصل موضوع العقد ، فمع كل تغير في السعر يحقق أحد أطراف العقد مكسب يضاف للهامش ويجوز سحبه . ويتحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب .</p>	<p>لا يتم مراقبة التحركات السوقية بصورة يومية ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة ، كما لا توجد متطلبات لهامش مبدئي</p>	<ul style="list-style-type: none"> • تسوية المكاسب والخسائر لأطراف العقد
<ul style="list-style-type: none"> ▪ غرفة المقاصلة تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبل ، فكل مشتري في أي عقد مستقبل تكون غرفة المقاصلة هي البائع له وأيضاً 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ نوايا أطراف العقد والملاعة التي يتمتعون بها . ▪ عادة ما تبرم هذه العقود ما بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد

تابع الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود المستقبلية	العقود الآجلة	وجه المقارنة
<p>كل بائع تكون هي المشتري منه ..</p> <p>* تطوى على مخاطر ائتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة .</p> <p>* تكون أكثر سهولة من العقود الآجلة ، فمثلاً طرف إذا رغب في تجصيف موقفه في أي يوم يستطيع أن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي ، فإذا كان قد دخل كمشتري في العقد يستطيع أن يصفى مركزه بالدخول كبائع في عقد مماثل والعكس صحيح .</p> <p>* لأن العقود نمطية ومحددة الشروط</p>	<p>وأحد عملائها (شركة ، أو جهة ...)</p> <p>* لا يمكن تصفيه العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتهم .</p> <p>* مرؤنة في التفاوض على أي شروط مرغوبية من طرف العقد .</p> <p>* سهولة الاستخدام</p>	<p>المزايا</p>
<p>بواسطة البورصة ، لذلك لا يمكن تطويتها لتلبية رغبات أطراف العقد .</p>	<p>* يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر ائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته</p> <p>* أقل سهولة ، حيث لا يتمكن أي طرف من الخروج من العقد إلا بإيجاد آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر</p>	<p>العيوب</p>

الاختلافات بين عقود الاختيار Options والعقود المستقبلية Futures Contracts

لاحظ أنه خلافاً للأطراف الداخلة في العقود المستقبلية فإن المشتري في عقود الاختيار يملك الحق (وليس الالتزام) في أن يقوم بالتعامل ، بينما محرر العقد (أو بائمه) يقع عليه عبء الالتزام بإنجاز العقد إذا رغب المشتري في ذلك ، بينما في حالة العقود المستقبلية فإن كل منهما يقع عليه الالتزام بإنجاز العقد ، وبالطبع ، فإن مشتري العقد المستقبلي لا يدفع لبائع العقد علاوة مقابل الدخول في العقد ، بينما مشتري عقد الخيار يدفع للبائع علاوة أو مكافأة أو ما يطلق عليه سعر الخيار . وهكذا فإن خصائص المخاطر / والعوائد لكل من العقود (ال الخيار والعقد المستقبلي) سوف تختلف أيضاً ، ففي حالة العقد المستقبلي فإنه مشتري العقد سوف يحقق مكاسب باستمرار كلما زاد سعر العقد المستقبلي ، ويتحمل خسائر مستمرة كلما انخفض السعر ، والعكس سوف يحدث لبائع العقد المستقبلي ، بينما عقود الاختيار لا تتضمن مثل هذه العلاقات من العوائد والمخاطر المنتظمة ، فاقصى ما يمكن أن يخسره مشتري عقد الاختيار هو المكافأة أو العلاوة والتي يطلق عليها سعر الخيار ، ومع ذلك فإنه بينما يظل مشتري عقد الاختيار محتفظاً بكل المكاسب المحتملة فإن المكاسب المحققة سوف تخفض بمقدار سعر الخيار ، وأقصى ما يمكن أن يكسبه محرر عقد الخيار (البائع) هو سعر الخيار (أى العلاوة) ويعقابل ذلك مواجهة مخاطر جوهيرية غير محدودة ، وهذا الاختلاف هام جداً لأن المستثمر يمكن أن يستخدم العقود المستقبلية للحماية ضد المخاطر المنتظمة Symmetric Risk كما يستخدم عقود الاختيار للحماية ضد المخاطر غير المنتظمة Asymmetric Risk .

Forward Contracts

• العقود المؤجلة •

العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين لتبادل أصل بسعر محدد في تاريخ

محدد . وفي ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء أصل ويلتزم البائع بهذا السعر في التاريخ المحدد للتنفيذ .

* والعقود الآجلة لا تكون بصفة عامة معيارية ، وهذا يعني أن كلًا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد ، ولذلك فإنهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأى سلعة ، وهكذا يبرز في هذه العقود المرونة المتاحة لأطراف العقد .

* والعقود الآجلة لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالعقود المستقبلية ، فإذا رغب البائع أو المشتري في الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخص آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له .

* تتضمن العقود الآجلة مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر الائتمان أو مخاطر العجز Credit Risk و هي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته ، فالعقد لن ينفذ كما هو مخطط له إذا عجز المشتري عن تدبير النقدية التي يحتاجها لشراء الأصل أو إذا عجز البائع عن تسليم الأصل محل العقد .

* يتحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل مباشرةً من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلى للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين .

* تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أى نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ إنتهاء صلاحية العقد .

وإذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب (ويتحقق البائع خسارة) وذلك لأن الأصل في هذه الحالة سوف يباع بأقل من قيمته الجارية ، بينما إذا هبط السعر إلى أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد فإن المشتري سوف يخسر بينما يكسب البائع وذلك لأن الأصل سوف يباع بسعر أعلى من قيمته الجارية .

Futures Contracts

• العقود المستقبلية :

تشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة بدرجة كبيرة ، بل أن الكثيرون يعتبرون العقود المستقبلية نوع من العقود الآجلة ولكنها نمطية ومنظمة وتدالو في بورصات منظمة لذلك .

ويوجد اختلافان أساسيان بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية كما يلى :

• الأول: تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر سهلة أقل وذلك لأنها تتداول في بورصات عقود مستقبلية رئيسية ، وتتمتع العقود المستقبلية بشروط وخصائص نمطية مثل جودة وكمية الأصل محل العقد وتاريخ إنتهاء صلاحية العقد ، وهذه النمطية أو المعيارية تسمح للعقود المستقبلية بأن ت التداول في الأسواق الثانوية (أي البورصات) منها مثل الأسهم العادي، فإن أي شخص يشتري (أو يبيع) عقد مستقبلي يستطيع أن يصفى موقفه أو يقابل التزاماته ببيع (أو شراء) نوع مطابق لهذا العقد.

• الثاني: تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر ائتمان أو مخاطر عجز عن الوفاء بالالتزامات أقل وذلك مقارنة بالعقود الآجلة ، ويرجع ذلك إلى أن العقود المستقبلية تتطلب من الطرفين إيداع أموال تسمى الهامش المبدئي كضمان وإبداء لحسن النية وذلك لدى السماسرة والذين يقومون بذلك بدورهم

بإيداع هامش لدى غرفة المقاصلة ، وتكون متطلبات الهامش المبدئي عادة ما بين 3% ، 6% من قيمة العقد .

وهذه الاعتمادات المالية سوق يضاف إليها أو يستحب منها لحساب الهامش يومياً ، وبما يعكس التغيرات السعرية اليومية في العقد المستقبلي (ففي نهاية كل يوم تعامل فإن لجنة البورصة المعينة تحدد سعر الأقفال على وجه التقرير والذي يسمى سعر التسوية Settlement Price وذلك لكل عقد مستقبلي) وهكذا فإن العقد المستقبلي سوق تجرى له تسوية نقدية كل يوم من خلال هذه العملية ، والمعروفة باسم مراقبة التحركات السعرية في السوق "Marking To The Market" وهي مشابهة للأسهم العادي . وإذا أصبح الهامش الذي قدمه المستثمر (أحد أطراف العقد) منخفضاً جداً فإن هناك حد آخر للهامش أقل من الهامش المبدئي (يصل عادة إلى نحو 75% منه) ويسمى هامش الصيانة ولا يجوز أن يقل حساب الهامش عنه وإذا انخفض حساب الهامش عن حدوده من الصيانة فإن السمسار يطلب من المستثمر تعلية رصيد الهامش إلى مستوى الهامش المبدئي وإذا لم يستجب المستثمر لهذا الطلب ، يقوم السمسار بإيقاف حسابه وذلك ببيع العقد في البورصة .

وهكذا فإن بخلاف المشتري أو البائع في العقود المستقبلية فإن بورصة العقود المستقبلية أصبحت طرف نظير أو مقابل في كل العمليات ، أي أنها الطرف البائع لكل المشترين والطرف المشتري لكل البائعين .

وإذا عجز مستثمر معين عن الوفاء بالتزاماته Default فإن البورصة وليس أي مستثمر آخر تغطي هذه الخسائر الناشئة عن هذا العجز ، ولكن التسوية

اليومية لحسابات الهوامش من خلال نظام مراقبة تحركات الأسعار السوقية كل يوم ومتطلبات هامش الصيانة تمنع عجز المستثمر من التموي و عدم مراجعة الرصيد حتى تاريخ استحقاق العقد .

عملية التسوية اليومية هامة لأغلاق كل عقد في كل يوم تعامل ثم فتح العقد حسب سعر التسوية الجارى ، وهذه العملية تؤكد أن الخسائر التي تحدث سوف تكون بمقادير صغيرة عبر الفترة ، بخلاف حدوث خسارة كبيرة في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ، والأطراف التي لا تتمكن من إيداع متطلبات الأموال حسب التسوية اليومية فإن عقودهم سوف تصنف .

وهكذا يمكن وصف العقود المستقبلية بأنها « سلسلة من العقود الأجلة كل يوم » "A Series of Forward Contract Each Day" فبالأمس تم تسوية العقد ، واليوم يتم تحرير العقد مرة أخرى وسوف يbedo الأمر وكأن العقد المستقبلي مثل عقد أجل تم شراؤه بالأمس وينقضى اليوم ويحل محله سعر عقد أجل جديد يعكس التسوية اليومية .

دور غرفة الملاحة بالنسبة للعقود المستقبلية :

كما هو الحال في كل بورصة العقود المستقبلية ، فإن غرفة الملاحة تؤدي وظائف عديدة ، وأحد هذه الوظائف هو ضمان أن كل من طرفى المعاملة سوف يفى بتعهداته ، ولمعرفة أهمية هذه الوظيفة فى العقود المستقبلية دعنا ننظر إلى المشاكل المحتملة والتي ظهرت فى العقود المستقبلية عند ظهورها فى بدايات أسواق العقود الأجلة . افترض أن لدينا طرفين يرغبان فى الدخول فى عقد مستقبلى هما أ ، ب ، والشخص (أ) هو المشتري والشخص (ب) هو البائع . وكل منهما يعتقد أنه بامكانه الوفاء بالتزاماته فى تاريخ تسوية العقد ، وافتراض

انه فى تاريخ تسوية العقد ان سعر الاصل موضوع العقد فى السوق النقدية هو 70 دولار ، وفى هذه الحالة فان (ب) اي الطرف البائع يمكنه ان يشتري الاصل بمبلغ 70 دولار ويسلمه الى الطرف الآخر المشتري وهو (أ) والذى فى الحقيقة سوف يدفع 100 دولار للطرف (ب) وهو السعر المتفق عليه فى العقد ، وادا افترضنا ان (أ) لن يكون بمقدوره أن يدفع 100 دولار أو رفض القيام بالدفع . ففى هذه الحالة يفقد الطرف (ب) فرصة تحقيق أرباح قدرها \$30 ثم افترض بدلاً من ذلك أن سعر الاصل محل التعاقد فى السوق النقدى هو 150 دولار وذلك فى تاريخ التسوية ، وفى هذه الحالة فإن الشخص (أ) سوف يكون مستعداً وراغباً للموافقة على تسليم الاصل ودفع السعر المتفق عليه وهو 100 دولار ، ولكن على الجانب الآخر فإن الشخص (ب) البائع قد لا يكون فى مقدوره او يرفض تسليم الاصل ، ففى هذه الحالة فإن الشخص (أ) سوف يفقد فرصة تحقيق ربح قدره 50 دولار .

وغرفة المقاصلة (أو التسوية) Clearinghouse وجدت لمواجهة هذه المشكلة، فعندما يأخذ أي مستثمر مركز معين (طويل أو قصير) في أسواق العقود المستقبلية فإن غرفة المقاصلة تأخذ الجانب المقابل (أي إذا أخذ المستثمر مركز قصير فإن غرفة المقاصلة تأخذ في المقابل المركز الطويل والعكس صحيح) .

وتتفق أيضاً على تنفيذ شروط العقد الموضوعة هلم جرا ضمن العقد ، ولأن غرفة المقاصلة سوف تكون هي الطرف المقابل في العقد فإن المستثمر لن يساوره القلق في الملاعة المالية أو سلامة الطرف المقابل له في العقد ، وتكون العلاقة بين الطرفين الداخلين في العقد منتهية ، وغرفة المقاصلة بهذا الشكل تعتبر نفسها المشترى لكل بائع والبائع لكل مشتري ، وهكذا يكون المستثمرون احراراً في تصفيية مراكزهم وبدون توريط الطرف الآخر في العقد الأصلي

وكذلك بدون أن يعجز الطرف الآخر عن الوفاء بالتزاماته .

ولهذا لسبب فإننا عرفنا العقود المستقبلية بأنها اتفاق بين طرف معين وغرفة المقاصة المنظمة على التبادل .

وي جانب هذه الوظيفة لضمان تنفيذ المعاملات فإن غرفة المقاصة تجعل من السهل على أطراف العقد المستقبلي أن يحل نفسه من الارتباط بالعقد ، وذلك بأخذ مركز جديد معاكس لمركزه السابق قبل تاريخ التسوية ، فإذا افترضنا أن الشخص (أ) في المثال السابق يرغب في الخروج من مركزه في العقد المستقبلي (أى تصفية مركزه) ، فإنه لن يتوجه إلى الطرف الآخر (ب) ويعمل معه على تصفية المركز أو إنهاء العقد الأصلي ، وإنما بدلاً من ذلك فإن (أ) يستطيع الخروج وتصفية مركزه من خلال بيع عقد مستقبلي مطابق . وبعيداً عن ذلك فإن غرفة المقاصة معنية بتسجيل يوضح أن الشخص (أ) قد اشتري وبايع عقد مستقبلي مطابق ، وفي تاريخ التسوية فإن الشخص (ب) لن يستلم الأصل من (أ) ولكن سوف يتوجه إلى غرفة المقاصة لتسلم الأصل الذي اشتراه طالما أن مركز العقد المستقبلي مازال مفتوحاً ، وبنفس الطريقة فإن الشخص (ب) إذا رغب في الخروج من العقد قبل تاريخ الاستحقاق فإن يستطيع أن يشتري عقد مستقبلي مطابق وذلك لتصفية مركزه .

• خصائص المخاطرة / العائد في العقود المستقبلية :

عندما يأخذ أي مستثمر مركز في السوق بشراء عقد مستقبلي ، فإنه يقال عنه بأنه « مركز طويل » "Long Position" أو Long Futures ، وبدلاً من ذلك إذا بدأ مستثمر مركزه بالدخول كبائع في عقد مستقبلي فإنه يطلق عليه « مركز قصير » Short Futures أو Short Position .

ومشتري العقد المستقبلي سوف يحقق ربح إذا زاد السعر المستقبلي للشيء محل العقد ، بينما باائع العقد المستقبلي سوف يحقق ربح إذا انخفض السعر المستقبلي ، على سبيل المثال افترض أنه بعد شهر واحد منأخذ كلام (أ) ، (ب) في المثال السابق مراكزهما في العقد المستقبلي (حيث السعر المحدد في العقد لتبادل الأصل هو 100 دولار) فإذا زاد السعر المستقبلي للأصل إلى 120 دولار ، في هذه الحالة فإن (أ) الطرف المشتري للعقد المستقبلي يستطيع عندئذ بيع العقد المستقبلي وتحقيق ربح قدره 20 دولار ، وبالتالي فإنه في تاريخ التسوية يوافق على شراء الأصل محل العقود بمبلغ 100 دولار وكذلك بيعه في نفس التاريخ بمبلغ 120 دولار ، أما الطرف الآخر من العقد وهو (ب) فسوف يحقق خسارة قدرها 20 دولار .

أما إذا هبط السعر المستقبلي إلى 40 دولار وقام (ب) بشراء عقد فإنه سوف يحقق ربح قدره 60 دولار وذلك لأنه يوافق على بيع أصل بمبلغ 100 دولار بينما يمكنه الآن أن يشتريه بمبلغ 40 دولار ، بينما يحقق (أ) في هذه الحالة خسارة قدرها 60 دولار ، وهكذا ، فإنه عندما ينخفض السعر المستقبلي فإن مشتري العقد المستقبلي يحقق خسارة ، بينما باائع العقد المستقبلي يحقق ربح .

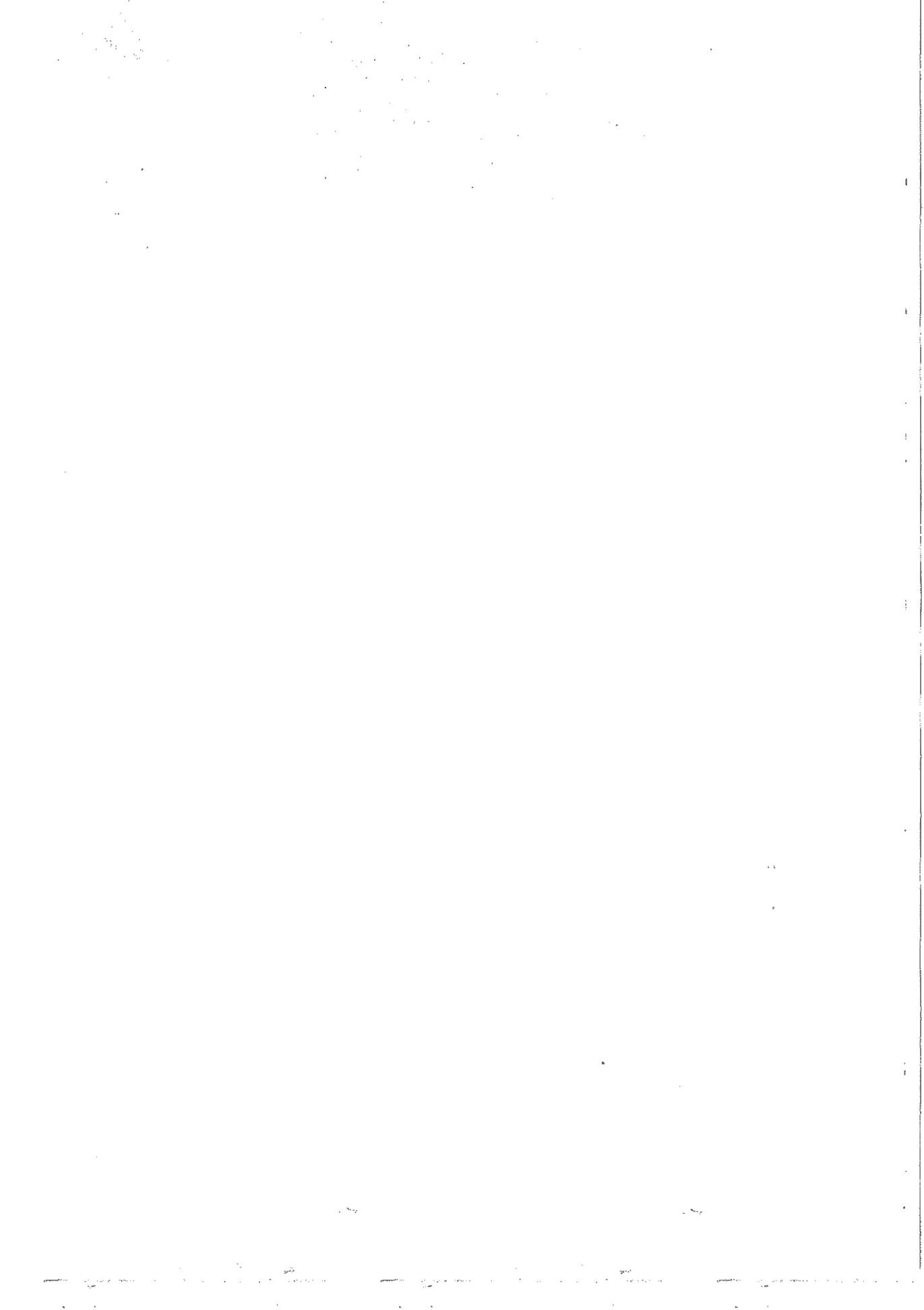
Margin Requirements

• متطلبات الهامش

* عندما يتخذ المستثمرون مراكز معينة (قصير أو طويل) في عقد مستقبلي، فإِ كل مستثمر يجب أن يودع حد أدنى من المبالغ وذلك بنسبة من العقد تحددها البورصة ، ويطلق على هذا المقدار الهامش المبدئي Initial Margin ويستخدم هذا الهامش كضمان للوفاء بالالتزامات التي تقع على المستثمر من ناحية وكابدائه لحسن النية من ناحية أخرى .

ويرجع تقديم هذا الهاشم إلى السمسارة وبالتباعية إلى غرفة المقاصلة إلى أنه بعد ابرام العقد فإنه تجرى تسوية يومية نتيجة التحركات السعرية اليومية في الأصل موضوع العقد ، ولأنه مع كل تغير يومي في السعر فإن أحد طرفى العقد المستقبلى سوف يحقق أرباحاً في حين يتحقق الطرف الآخر خسائر ، وتنتمي التسوية اليومية لحساب الهاشم لكل من الطرفين ، فالطرف الذى يكسب نتيجة تحركات أسعار الأصل محل العقد تضاف الزيادة إلى حساب هامشه ويجوز له سحب هذه الزيادة في حين أن الطرف الذى يخسر سوف يقل حساب هامشه ويطلب منه أضافة نقدية لحساب الهاشم ليظل عند نفس المستوى ، وتتكرر هذه العملية مع كل تحركات سعرية وفي كل يوم تداول .

* وهناك بعض البورصات التي تسمح بنوع آخر من الهاشم يسمى هامش الصيانة Maintenance Margin وذلك بالإضافة إلى الهاشم المبدئي (عادة المبدئي وهامش الصيانة يقل بدرجة معينة عن الهاشم المبدئي (عادة ما يكون نحو 75% منه) ولكن هامش الصيانة يمثل الحد الأدنى الذي لا يجوز أن يقل حساب الهاشم عنه ، وفي حالة هبوط الهاشم عن هامش الصيانة فإن السمسار يقدم طلب لتعليق الرصيد فوراً إلى المستثمر ، وإذا لم يستجب المستثمر لتعليق الرصيد إلى الهاشم المبدئي بسرعة فإن السمسار يقوم بتصفية الحساب (من خلال بيع العقد) .



البحث الثاني

العقود المستقبلية والعقود الآجلة (تفاصيل)

Futures Contracts & Forward Contracts

تلعب أسواق العقود المستقبلية دوراً هاماً في عالم استثمارات اليوم ، وقد تزايد عدد الأدوات الجديدة في هذا المجال واستحوذت التقنيات التي تتضمن استخدام العقود المستقبلية مثل التداول البرامجي على اهتمام اعلامي واسع ، أن ما يشكل أهمية خاصة بالنسبة للكثير من المستثمرين هو مجموعة العمليات المستقبلية المتاحة حالياً، ويجب على أي شخص يدرس الاستثمارات أن يتفهم ماهية العقود المستقبلية ومجموعة الاختيارات المتاحة حالياً، وكيف يمكن استخدام العمليات المالية المستقبلية لحماية مراكز المحافظ المالية والمضاربة على الأدوات ذات الدخل الثابت وحقوق الملكية ،أن العقود المستقبلية تشكل مكوناً هاماً في الأوراق المالية المشتقة كما أنها تمثل أحد المستحدثات الرئيسية فيما يتعلق بإدارة المخاطر منها في ذلك مثل خيارات الشراء/البيع الآجل .

• تفهم أسواق عقود المستقبليات :

- لماذا أسواق عقود المستقبليات ؟

يتم تداول السلع المادية والأدوات المالية في أسواق النقد في العادة ويقضى العقد النقدي بالتسليم الفوري ويستخدم بواسطة أولئك الذين يحتاجون إلى السلعة الآن (مثل الطعام وصانعي الأغذية) ولا يمكن إلغاء العقود النقدية دون موافقة الطرفين ، ويمكن معرفة الأسعار النقدية الجارية للسلع والأدوات المالية يومياً في مصادر مختلفة .

ويوجد نوعان للأسواق النقدية Cash Markets فما :

* الأسواق الفورية Spot Markets

• الأسواق الآجلة Forward Markets

والأسواق الفورية هي أسواق التسليم الفوري والتي تتم بسعر فوري ، ويقصد بالسعر الفوري أنه السعر السوقى الجارى لصنف متاح للتسليم الفورى.

أما الأسواق الآجلة فهي أسواق التسليم المؤجل ، والسعر المؤجل The Forward Price هو سعر صنف متاح للتسليم الآجل .

• مثال (3-1) :

افتراض أن صانعاً لخواتم المدارس الثانوية والكليات يجمع طلبيات من أجل هذا العام الدراسى ويرغب فى ضمان سعر مستقر اليوم لكي يتم تسليم الذهب خلال 6 شهور من الآن عندما سيتم تصنيع الذهب فعلاً ، أن السعر الفورى للذهب ليس هو الشاغل الأساسى للصانع لأن الذهب لن يشتري إلا عندما يكون لازماً للعملية التصنيعية ، ومع ذلك فمن أجل تقليل المخاطرة يهتم الصانع بالتعاقد من أجل تسليم الذهب خلال 6 شهور بسعر يتم تحديده اليوم ، وسوف يسمح بذلك للصانع بتسعيير الخواتم بدقة أكبر .

أن باستطاعة هذا الصانع أن يجد مورد الذهب المستعد للدخول فى عقد آجل ، وهو ببساطة عبارة عن التزام يتم اليوم بحدوث تعامل في المستقبل وتوافق الطرف الآخر للعقد - مثل شركة التعدين الموردة - على تسليم الذهب خلال 6 شهور من الآن بسعر يتم التفاوض عليه اليوم ، وقد أتفق الطرفان على التسليم الآجل بسعر يتم التفاوض عليه اليوم ، وقد أتفق الطرفان على التسليم الآجل بسعر مبيعات يتم تقريره بشكل حالي ، ولا يحدث في الوقت الحالى تبادل أى أموال ، وفي ظل هذا العقد الآجل فإن كل من الطرفين يكون قد قلل من المخاطرة

أو عدم التأكد ، فمن ناحية فإن شركة التعدين الموردة تعرف ما سوف تتسلمه من مبالغ مقابل الذهب عندما تبيعه خلال 6 شهور من الآن ، ومن ناحية أخرى يعرف منتج الخواتم ما سوف يدفعه من مبالغ نظير الذهب عندما يحتاج فعلياً إلى تسلم هذا الذهب خلال 6 شهور من الآن .

٠٠٠ ملحوظة استثمارية

من الواضح أن أحد الطرفين من الممكن أن يصاب بخيبة أمل بعد 6 شهور عندما يتغير سعر الذهب ، ولكن هذه هي ميزة هذه العقود ، تأمل الحدث بعد وقوعه ، فإذا كان باستطاعة المستثمرين التنبؤ بالمستقبل لأتمكنهم أن يعرفوا ما الذي ينبغي عليهم عمله في البداية ، وما كانوا سيقلقون بشأن المخاطرة ، ولذلك فإن العقود الآجلة والعقود المستقبلية قد وجدت لكي تسمح للأفراد بالتعامل مع المخاطرة التي يواجهونها .

ان العقود الآجلة Forward Contracts موغلة في القدم إذ يعود تاريخها للرومان والأغريق ، ومن ناحية أخرى فإن أسواق المستقبليات المنظمة Organized Futures Markets يعود تاريخها إلى منتصف القرن التاسع عشر في شيكاغو ، والحقيقة أن أسواق العقود المستقبلية تعبر عن أسواق آجلة منظمة ومعيارية (مقننة) ، وتقوم بورصات العمليات المستقبلية المنظمة بتنمية ومعايير العقود الآجلة غير المعيارية فتحدد سمات معينة مثل حجم العقد ومواعيد التسليم وحالة الأصناف الممكن تسليمها ، ولا يترك سوى السعر وعدد العقود ليتفاوض عليه تجار العملات المستقبلية ، ويمكن للأفراد المتاجرة بدون اتصال شخصي مع بعضهم البعض بسبب مركزية السوق ، ويتم ضمان التنفيذ والأداء بواسطة غرفة مقاصة (تسوية) حيث يتم إبعاد القلق أو الخوف لدى كل طرف من عدم قيام الطرف الآخر باحترام التزاماته .

وتخدم أسواق العقود المستقبلية غرضاً اقتصادياً ذو قيمة وذلك بالسماح للقائمين بالتحوط بنقل المخاطرة السعرية إلى المضاربين ، وتنتقل مخاطرة التقلبات السعرية من المشاركين غير الراغبين في تحمل تلك المخاطرة إلى أولئك الذين يكونون مستعدين لذلك ، ونظراً لأن سعر العقود المستقبلية يعكس التوقعات الحالية بشأن قيم الأشياء محل التعاقد في بعض التواريخ المستقبلية ، لذلك فإن القائمين بالمعاملات يمكنهم أن يستخدموا الأسعار الجارية كأساس للمعاملات اللاحقة .

· أسواق عقود المستويات الحالية في الولايات المتحدة الأمريكية :

يعنى تداول أو الاتجار في العمليات المستقبلية بالنسبة لمعظم الناس الاتجار في سلع مثل الذهب والقمح والبترول ، إلا أن النقود يمكن اعتبارها سلعة هي الأخرى ، وقد أصبحت العمليات المالية المستقبلية Financial Futures بديلاً استثمارياً جيداً بالنسبة لمستثمرين عديدين وعلى ذلك يمكن تقسيم عقود العمليات المستقبلية الأمريكية حالياً إلى مجموعتين رئيسيتين هما :

١ - السلع : زراعية ولحوم وسلع متعلقة بالطاقة .

٢ - أدوات مالية : عملات أجنبية إلى جانب أدوات الدينية وحقوق الملكية

وكل مجموعة من المجموعتين السابقتين يمكن تقسيمها إلى مجموعات فرعية أخرى مثلاً يتضح من الشكل (3-1) حيث يمكننا أن نرى أسواق العقود المستقبلية تتضمن تداول مجموعة متنوعة من السلع والأدوات المالية .

عقود المستقليات المتداولة في الولايات المتحدة والتي يمكن تصنيفها إلى المجموعات التالية (وكما هو موضح في مجلة وول ستريت) .

Commodities البُلْعَم-البُلْعَم

الحبوب والبذور	قمح ، ذرة ، شوفان ، فول صويا ، زيوت ، بذر كتان ، بذر اللفت .
الماشية واللحوم	الماشية ، الخنازير .
الأغذية	كاكاو ، قهوة ، عصير البرتقال ، السكر .
الألياف	القطن .
المعادن	النحاس ، الذهب ، البلاتين ، الفضة ، بليديوم .
البترول	الجازولين ، زيت التدفئة ، البترول الخام ، زيت الغاز ، البروبين .
الأخشاب	خشب منشور (على شكل الواح)

٣ - أدوات مالية Financials

أسعار الفائدة	العملات الأجنبية	مؤشرات الأسهم :
أذون الخزانة وسندات الخزانة ، مؤشر السندات البلدية ، اليورو دولار ، ليبور ومدته شهر واحد ، Long Gilt ، Sterling ، يورو مارك ، يورو سويسري ، يورو ليرة ، سندات الحكومة الالمانية ، سند الحكومة الايطالية ، سند الحكومة الفرنسية، سند الحكومة الكندية .	ين ياباني ، مارك الماني ، دولار كندي ، جنيه بريطاني، فرنك سويسري ، دولار استرالي ، دولار أمريكي .	Midcap 400 ، S & P 500 ، إستاندراند بورد 500 ، Russell 225 ، Nikkie 2000 ، مؤشر 35 ، Toront 2000 ، مؤشر FT-SE100 ، GSCI

وبالنسبة لكل نوع من العقود - مثل الورقة أو الفضة - تكون هناك مواعيد تسليم مختلفة متاحة ، وكل عقد يحدد وحدة التداول ذات الصلة وأن أمكن - الصنف أو الدرجة القابلة للتسليم والضرورية لوفاء بالعقد ، ويمكن للمستثمرين أيضاً أن يشتروا خيارات بيع/شراء أجل لعقود العمليات المستقبلية .

ومن الملائم أو السمات الملفتة للنظر في الجدول (3-1) تكاثر عقود المستويات الأجنبية المنشأ في بورصات العمليات المستقبلية الأمريكية ويصدق ذلك على عمليات التسليم الآجل ذات أسعار الفائدة الثابتة والعمليات المدرجة على مؤشرات الأسهم ، ويعد دليلاً قوياً على التحرك نحو العولمة الحادث في أنحاء عالم الاستثمار .

• أسواق العقود المستقبلية الأجنبية :

أن الأسواق المذكورة الأوربية شديدة التنافسية مع الأسواق الأمريكية حيث يسعى الألمان والفرنسيون الآن للتنافس مع العقود المطروحة من قبل بورصة لندن الدولية للعقود المستقبلية المالية ، ومعظم هذه النظم نظم آلية بالكامل للتوفيق بين الأوامر أو الطلبيات وتلعب اليابان التي حظرت العمليات المالية المستقبلية حتى عام 1985 دوراً نشيطاً جداً الآن في تطوير بورصات العمليات المستقبلية وتعود عقود العمليات بأجل 10 أو 20 سنة والتي استحدثت في بورصة طوكيو للأوراق المالية عام 1985 من أكثر العمليات الآجلة تداولًا في العالم ، وفيما يتعلق بالعمليات الآجلة المسجلة على مؤشرات الأسهم ، يتم تداول عقد Nikkei 225 وهو الأكثر نشاطاً في اليابان في بورصة أوزاكا للأوراق المالية .

• العقود المستقبلية :

العقد المستقبلي هو عبارة عن اتفاق منظم أو موحد قابل للتحويل ينص على التسليم المؤجل لمستوى أو مرتبة أو كمية محددة من سلعة معينة في نطاق منطقة جغرافية محددة أو لأداة مالية ما (مقابل قيمتها النقدية) ويتحدد سعر العملية الذي سيتم به هذا التبادل عند تاريخ استحقاق العقد اليوم .

ويعنى تداول العقود المستقبلية فقط أن كلاً من المشترين والبائعين قد قدموا التزامات ولذلك فالشراء «والبيع» ليس له نفس المعنى الخاص بمعاملات الأسهم والسنادات ، ورغم أن هذه الالتزامات ملزمة لأى عقود عمليات مستقبلية تعتبر عقود قانونية ، إلا أن بإمكان المشتري أو البائع أن يلغى الالتزام ببساطة عن طريق اتخاذ مركز عكسي فى نفس السلعة أو الأداة المالية فى نفس شهر العمليات المستقبلية (أى يأخذ وضع المشتري إذا كان فى الأصل بائع أو العكس) وعقود العمليات المستقبلية ليست أوراقاً مالية ولا تنظمها لجنة الأوراق المالية (SEC) بل تتولى لجنة تداول العمليات السلعية المستقبلية (CFTC) وهى وكالة فيدرالية منظمة - مسئولة تنظيم التداول فى كافة أسواق العمليات المستقبلية المحلية ، وفي الواقع العملى قام اتحاد العمليات المستقبلية القومى - وهو هيئة ذاتية التنظيم بتولى بعض المهام التى كانت تؤديها لجنة CFTC فى الماضي ، وبإضافة إلى ذلك يوجد بكل بورصة عمليات مستقبلية هيئة اشرافية لمراقبة والاشراف على أعضائها .

• هيكل أسواق العقود المستقبلية :

أ - بورصات العقود المستقبلية :

كما ذكرنا من قبل يتم تداول العقود المستقبلية فى بورصات معينة

للعمليات الآجلة ، وهى عبارة عن إتحادات تطوعية لا تهدف إلى الربح ، ويوجد عدة بورصات أمريكية رئيسية ، وتتوفر البورصة سوقاً منظمة بها قواعد محددة تحكم الرسوم والاتّهاب التي يتم تقاضيها مقابل الخدمات المقدمة ، ويجب أن تكون كافة العضويات مملوكة بواسطة الأفراد وأن كان يمكن أن تتحكم فيها منشآت ، والعدد المحدود من العضويات مثل مقاعد بورصة الأسهم - يمكن تداولها بأسعار مقررة سوقياً ويستطيع الأعضاء إجراء معاملاتهم بأنفسهم أو كوكلاه عن الغير ، فعلى سبيل المثال يقوم تجار البورصة أو المتداولون فيها بتداول حساباتهم الخاصة على حين يعمل سمسارة البورصة (أو سمسارة اللجنة) كوكلاه للآخرين ، ويعمل تجار العمليات الآجلة بالعمولة (FCMS) كوكلاه للجمهور ويحصلون مقابل ذلك على عمولات ، وبذلك يمكن لعميل ما أن يخلق حساباً لدى FCM ويقوم الأخير بدوره بالعمل من خلال سمسار في البورصة .

ب- غرفة المقاصة (بيت التسوية) The Clearinghouse

غرفة المقاصة هي عبارة عن هيئة منفصلة عن كل بورصة ولكن مرتبطة بها وتلعب دوراً هاماً في كل معاملة عمليات آجلة ، ولأن كل العمليات الآجلة يتم تصنيفها بواسطة غرفة المقاصة ، ففي كل يوم عمل فإنه يجب أن يكون أعضاء البورصة إما أعضاء في غرفة المقاصة أو يدفعوا لأحد الأعضاء مقابل هذه الخدمة ، وتنطلب عضوية غرفة المقاصة الاضطلاع بمهام ومسؤوليات أكبر من عضوية البورصة .

ومن الناحية الجوهرية تعمل غرفة مقاصة أسواق المستقبلات بنفس الطريقة التي تعمل بها غرفة مقاصة عقود الاختيارات التي سبق مناقشتها في الفصل السابق .

فالبائعون والمشترون يقومون بتسوية المعاملات مع غرفة المقاصة وليس مع بعضهم البعض وبذلك فإن غرفة المقاصة وليس مستثمر آخر هي التي تكون على الجانب الآخر من المعاملة وتتضمن تسديد المدفوعات حسب المتفق عليه ، وهي تقف على أهبة الاستعداد للوفاء بعقد ما إذا قصر المشتري أو البائع في الوفاء بالتزاماته ، وهي بذلك تساعد على إيجاد سوق عمليات آجلاً منظمة .

وغرفة المقاصة هذه تجعل سوق العمليات المستقبلية ليست شخصية وهذا هو مفتاح نجاحها ، لأن أي مشتري أو بائع يمكن أن ينفي مركزاً ما ويضمن الدفع ، وأخيراً وكما سيأتي ذكره فإن غرفة المقاصة تسمح للمشاركين بأخذ مراكز عكسية قبل الاستحقاق بسهولة لأن غرفة المقاصة ترصد وتراقب التزامات كل مشترك .

٦. تداول العقود المستقبلية

أفترض أنك في شهر مارس وأنك اتصلت بسمسارك لتعطيه تعليمات بشراء عقد ذرة لشهر يوليو (5000 بوشيل) في لجنة شيكاغو للتجارة (CBOT) بالسعر السوقى الجارى . فما الذى يحدث ؟ خطوة أولى في هذه العملية يمرر السمسار تعليماتك إلى مندوب ما في لجنة شيكاغو للتجارة ، ثم ترسل بعد ذلك التعليمات بواسطة مراسل إلى تاجر في البورصة ، ويقوم هذا التاجر بتقييم أفضل سعر متاح حالياً ويستخدم الإشارات بالأيدي ليبين للتجار الآخرين أنه مستعد لشراء عقد واحد بذلك السعر ، وإذا أشار تاجر آخر إلى استعداده إلى اتخاذ الجانب الآخر في المركز تتم الصفقة، أما إذا لم يكن الأمر كذلك ، فإن التاجر الذي يمثلك سوف يرسل إشارة مفادها الاستعداد للمتاجرة (أو التداول) بسعر أعلى ، وفي النهاية سوف يتم العثور على شخص ما يأخذ الجانب الآخر

في المعاملة ، ويتم ارسال تكيد بأن تعليماتكنفذت واطخار بالسعر الذي تم الحصول عليه إليك عن طريق سمسارك .

ويوجد نوعان من التجار الذين يمارسون التداول في البورصة :

- النوع الأول : هو سمسرة العمولة الذين ينفون عمليات التداول لحساب آشخاص آخرين . ويتقاضون عمولات نظير ذلك .

- * أما النوع الثاني : فهم « المحليون » Locals الذين يتاجرون لحسابهم الخاص وتوجد أنواع كثيرة مختلفة للأوامر التي يمكن تمريرها لسمسار العمولة.

ففي المثال الذي ذكرناه توا كانت التعليمات تخصى باتخاذ مركز طويل في عقد ذرة واحد لشهر يوليو بالسعر السوقى الجارى ، وهذا أمر سوقى وشمة نوع آخر شعبي أو شائع للأوامر وهو أمر الـ Limit Order ويحدد هذا الأمر مبلغاً ميناً ويطلب ألا يتم إنجاز المعاملة إلا إذا تم الحصول على هذا السعر أو سعر أفضل منه .

Closing Out Positions

• إنهاء المراكز :

ينطوى إنهاء مركز ما على الدخول في عملية تداول (أو متاجرة) عكس العملية الأصلية . على سبيل المثال : إذا اتخذ مستثمر ما مركزاً طويلاً في عقد عمليات ذرة آجلة واحد لشهر يوليو في 6 مارس يمكنه إنهاء أو تصفية المركز في 20 أبريل عن طريق اتخاذ مركزاً قصيراً في عقد ذرة آجلة لشهر يوليو، وإنما اتخذ مستثمر مركزاً قصيراً في عقد ذرة يوليو في يوم 6 مارس فإنه يستطيع إنهاء أو تصفية المركز في 20 أبريل عن طريق اتخاذ مركزاً طويلاً في عقد واحد لشهر يوليو ، وفي كل حالة يعكس المكسب أو الخسارة الكلية

للمستثمر التغير في سعر العمليات الآجلة بين 6 مارس و 20 أبريل .

ويتم تصفية وإنتهاء الفالبية العظمى من العقود المستقبلية بهذه الطريقة ، ونادرًا ما يتم تسليم الأصل محل العقد . وبالرغم من ذلك فإنه من المهم أن تفهم ترتيبات التسليم ، ويعود السبب في ذلك إلى أن إمكانية التسليم النهائي هي التي تربط سعر العمليات الآجلة التسليم بالسعر النقدي .

• تحديد مواصفات العقود المستقبلية :

عند إعداد عقد جديد ، يجب أن تحدد البورصة بشيء من التفصيل طبيعة الاتفاق البرم بين الطرفين بالضبط ، وعلى وجه الخصوص يجب أن تحدد الأصل ، حجم العقد (أى الكم الذي سيتم تسليميه من الأصل في ظل عقد واحد) وكيف سيتم تقديم عروض الأسعار وأين سيتم التسليم ومتى وكيف سيتم دفع الثمن ، وفي بعض الأحيان يتم تحديد بذائل للأصل الذي سيتم تسليميه وتترتيبات التسليم والطرف ذو المركز القصير (أى الطرف الذى وافق على البيع) هو الذى يختار من بين هذه البدائل .

١- الأصل :

عندما يكون الأصل سلعة قد يكون هناك تباين كبير في جودة أو نوعية ما هو متاح في السوق ، ولذلك يلزم عند تحديد الأصل أن تعين البورصة مستوى أو مستويات السلعة التي تكون مقبولة ، فقد حددت بورصة قطن نيويورك مثلاً الأصل في عقدها لعمليات عضير البرتقال الآجلة التسليم على النحو التالي :

« درجة أولى أمريكية ، قيمة Brix لا تقل عن 57 درجة ولا تقل نسبة قيمة Brix إلى الخامض عن 13 : 1 ولا تزيد عن 19 : 1 ودرجات عوامل اللون والنكة 37 أو أعلى ، و 19 درجة للعيوب بحيث لا تقل الدرجة عن 94 » .

وفيما يتعلق ببعض السلع يمكن تسليم مجموعة من المستويات أو الأصناف ، ولكن يتم تعديل أو تسوية السعر وفقاً للصنف المختار ، على سبيل المثال في مجلس شيكاغو للتجارة يكون الصنف المعياري في عقد عمليات الذرة الآجلة التسليم هو « رقم ، أصغر » غير أن يسمح أيضاً ببدائل تحديدها في البورصة.

أما الأصول المالية في عقود العمليات المستقبلية فإنها تكون عادة محددة جيداً وواضحة ولا لبس فيها ، على سبيل المثال :

لا توجد حاجة إلى تعيين درجة أو صنف الدين الياباني .

ب - حجم العقد :

يقصد بحجم العقد كمية الأصل التي ينبغي أن تسلم بموجب عقد واحد ، ويشكل ذلك قراراً هاماً بالنسبة للبورصة ، فإذا كان حجم العقد كبيراً جداً لن يتمكن كثير من المستثمرين الراغبين في اتخاذ مراكز مضاربة صغيرة نسبياً من استخدام البورصة لإنجاز هذه العقود ، ومن ناحية أخرى ، إذا كان حجم العقد أصغر من اللازم ، ربما يكون التداول مكلفاً لأن هناك تكلفة مرتبطة بكل عقد يتم تداوله .

ويتوقف حجم العقد بوضوح على الأصل المحتمل استخدامه ، فعلى حين قد تكون قيمة ما يسلم بموجب عقد عمليات منتج زراعي آجلة التسليم 10000 أو 20000 دولار ، تكون هذه القيمة أكبر بكثير بالنسبة لبعض العمليات المالية الآجلة ، على سبيل المثال بموجب عقد عمليات سند خزانة أجل متداول في مجلس شيكاغو للتجارة ، يتم تسليم أدوات مالية ذات قيمة أسمية قدرها 100000 دولار .

Delivery Arrangements

جـ- ترتيبات التسليم :

كما سبق أن ذكرنا ، لا تؤدي الفالبية العظمى من عقود العمليات الآجلة التسليم التي يتم ابرامها إلى تسليم الأصل محل هذه العقود ، ويتم إنهاؤها قبل حلول موعد الاستحقاق (بأخذ مركز عكسي) .

ومع ذلك فترتيبات التسليم مهمة لتفهم العلاقة بين سعر العمليات الآجلة للأصل وسعره الفوري .

ويجب أن يتم تحديد مكان التسليم بواسطة البورصة ، وهذه النقطة مهمة خصوصاً بالنسبة للسلع التي ترتبط بها تكاليف نقل كبيرة ، ففي حالة عقد أخشاب مثلاً خاص ببورصة شيكاغو ميركانتايل ، يتم تحديد موقع التسليم على النحو التالي :

« يتم تغليف كل وحدة بالورق وتحمل على سيارات مسطحة بدون أي تكلفة إضافية على المشتري ويتم التسليم في كاليفورنيا ، ايادهو ، مونتانا ، نيفادا ، أوريغون ، واشنطن وفي مقاطعة كولومبيا » .

وعندما يتم تحديد موقع بديلة للتسليم ، يتم تعديل السعر المستلم بواسطة الطرف ذي المركز القصير حسب الموقع المختار بواسطة ذلك الطرف ، على سبيل المثال : في حالة عقد عمليات الذرة الآجلة المتداول في مجلس تجارة شيكاغو يمكن أن يتم التسليم في شيكاغو ، بيرنز هاربور ، توليدو أو سانت لويس وعمليات التسليم التي تتم في توليدو وسانت لويس تتم على أساس خصم 4 سنتات للبوشيل الواحد من سعر عقد شيكاغو .

ويشار لعقد العمليات الآجلة التسليم بشهر تسليم ، ويجب على البورصة أن تحدد بالضبط الفترة داخل الشهر التي يمكن إجراء التسليم فيها ، وبالنسبة للكثير من عقود العمليات الآجلة تكون فترة التسليم هي الشهر كله .

وتتفاوت شهور التسليم وتختلف من عقد لآخر وتحتار بواسطة البورصة لتلبية حاجات المشاركين في السوق . على سبيل المثال : تكون شهور تسليم عمليات العملة الآجلة التسليم المتداولة في بورصة شيكاغو ميركانتاييل هي مارس ، يونيو ، سبتمبر وديسمبر أما عمليات الدرة المتداولة في مجلس شيكاغو للتجارة فإن شهور تسليمها هي مارس ، مايو ، يونيو ، سبتمبر ، ديسمبر .

وفي أي وقت معين يتم تداول العقود لأقرب شهر تسليم وعدد من شهور التسليم التالية ، وتحدد البورصة متى سيبدأ التداول في عقد شهر معين ، كما تحدد البورصة أيضاً اليوم الأخير الذي يمكن فيه تداول عقد معين ، ويكون ذلك عموماً قبل ذلك اليوم بعده أيام .

Price Quotes

د - عروض الأسعار:

يتم تقديم أسعار العمليات الآجلة التسليم بطريقة مناسبة وسهلة الفهم فعلى سبيل المثال : يتم تقديم عروض أسعار عمليات البترول الخام الآجلة التسليم في بورصة نيويورك بالدولارات للبرميل الواحد مقربة إلى أقرب سنت ، أما أسعار عمليات سندات الخزانة الآجلة التسليم المتداولة من مجلس شيكاغو للتجارة فيتم تقديم عروضها بالدولار و $\frac{1}{32}$ من الدولار .

والتحرك الأدنى في السعر الذي يمكن أن يحدث أثناء التداول متسبق مع طريقة تقديم عرض السعر ، أي 01.01 دولار (أو سنت واحد للبرميل الواحد) لعمليات البترول الآجلة أو $\frac{1}{32}$ من الدولارات لعمليات سندات الخزانة .

Daily Price Movement Limits

• حدود الحركات اليومية في الأسعار:

بالنسبة لمعظم العقود ، يتم تحديد حدود للتحركات اليومية في الأسعار بواسطة البورصة ، على سبيل المثال : حدود التحركات اليومية في أسعار

عمليات البترول الآجلة دولار واحد ، وإذا تحرك السعر إلى أسفل بمبلغ مساوى لحد حركة السعر اليومية يقال عن العقد في هذه الحالة أنه Limit Down أما إذا ارتفع السعر بمقدار الحد يقال عن العقد أنه Limit Up أما Limit Move فهي حركة في أيها من الاتجاهين تساوى حد السعر اليومى ، ويتم في المعتاد توقف التداول في عقد ما عندما يصبح العقد Limit Down أو Limit Up ، ولكن في بعض الأحيان يكون للبورصة سلطة التدخل وتغيير الحدود .

ويتمثل الغرض من حدود الأسعار اليومية في منع حدوث تحركات سعرية كبيرة بسبب تجاوزات المضاربة ، ومع ذلك فإن هذه الحدود يمكن أن تصيب عائقاً مالياً في وجه التداول عندما يحدث ارتفاع أو هبوط سريع في سعر السلعة موضوع العمليات الآجلة ، وما يزال موضوع ما إذا كانت الحدود السعرية جيدة بالنسبة لأسواق العمليات الآجلة محل خلاف وجدل .

هـ- حدود المراكز

Position Limits

حدود المراكز هي العدد الأقصى للعقود التي يمكن أن يحتفظ بها مضارب في بورصة شيكاغو كان حد المركز بالنسبة لعقد عمليات أخشاب في وقت معين 1000 عقد وبحيث لا يزيد العدد على 300 في أي شهر تسليم ، والمحوطون لا يتاثرون بحدود المراكز ، لأن الغرض من الحدود الموضوعة من قبل البورصة هو منع المضاربين من ممارسة نفوذ أو تأثير غير ضروري على السوق .

The Mechanics of Trading

آليات التداول

الأجراءات الأساسية

نظراً لأن العقد المستقبلي هو التزام بالبيع أو الشراء في تاريخ تسوية مستقبلي محدد ، فإن العقد لا يباع ولا يشترى فعلياً كما هو الحال في أذون

الخزانة ، الأسهم أو شهادات الإيداع (Ds) لأنه لا يتم تبادل أى نقود وقت التفاوض على العقد ، بل يتفق البائع والمشتري ببساطة على التسليم والتسلم - على التوالي - في وقت ما في المستقبل نظير السعر الذي يتفق عليه اليوم ، وكما أسلفنا من قبل فإن لفظ «يشترى» و«يبيع» ليس لهما نفس المعنى في هذا السياق ، بل من الأدق أن نفكر فيما على أنهما :

Short Position (Seller)

• مركز قصير (البائع) :

وهو يلزم تاجر ما بتسليم صنف معين عند تاريخ استحقاق العقد .

Long Position (Buyer)

• مركز طويل (المشتري) :

وهو يلزم تاجر ما بشراء صنف معين عند تاريخ الاستحقاق .

والبيع على المكشوف في إطار تداول العمليات المستقبلية يعني فقط أن عقداً لم يشتري في السابق بيعاً ، وبالنسبة لكل عقد مستقبلي فإنه يوجد شخص ما بايُّع في مركز قصير وشخص ما آخر حائز للعقد في مركز طويل . ومثل عقود الخيارات يكون تداول العمليات الآجلة عبارة عن مباراة مجموعها صفر.

وعلى حين يتضمن عقد خيارات الشراء/البيع الأجل الحق في التسليم أو التسلُّم ، فإن عقد العمليات الآجلة (المستقبلية) القائمًا بالتسليم أو التسلُّم ، ومع ذلك فإن العقود المستقبلية يمكن تسويتها أما بالتسليم أو بالمقاصة ، ويحدث التسليم أو تسوية العقد - في شهور محددة بواسطة البورصات المختلفة لكل واحد من الأصناف المتداولة ، ويحدث التسليم في أقل من 2% من كل المعاملات.

أما المقاصة فهي الطريقة النمطية لتسوية عقد ما ، حيث يقوم الحاملون

بتصفيه مركز ما عن طريق ترتيب معاملة مقاصلة ، ويعنى ذلك أن المشترين يبيعون مراكزهم والبائعين يشترون مراكزهم في وقت ما قبل التسليم ، وبذلك فإنه لكي يتم إلغاء مركز في سوق العمليات الآجلة ، يفعل المستثمر ببساطة عكس ما فعل أصلاً ، وكما شرحنا من قبل فإن غرفة المقاصة تجعل من السهل تحقيق ذلك .

ومن الضروري أن نذكر أنه في حالة عدم إجراء مقاصلة لعقد مستقبلى ما فإنه يجب إنهاؤه بالتسليم .

أما المقاصة فهى الطريقة النمطية لتسوية عقد ما ، حيث يقوم الحاملين للعقود بتصفيه مركز ما عن طريق ترتيب معاملة مقاصلة ، ويعنى ذلك أن المشترين يبيعون مراكزهم والبائعين يشترون مراكزهم في وقت ما قبل التسليم ، وبذلك فإنه لكي يتم إلغاء مركز ما في سوق العمليات الآجلة ، يفعل المستثمر ببساطة عكس ما فعله في الأصل ، وكما شرحنا من قبل فإن غرفة المقاصة تجعل من السهل تحقيق ذلك .

ومن الضروري أن نذكر أنه في حالة عدم إجراء مقاصلة لعقد مستقبلى ما فإنه يجب إنهاؤه بالتسليم .

وتضع كل بورصة حدوداً للتقلبات السعرية بالنسبة لختلف أنواع العقود ، ويتم تحديد حد أدنى للتغيير في الأسعار .

وفي حالة الذرة على سبيل المثال يكون السعر 0.25 سنت لكل بوشل (مكيال للحبوب) أو 12.50 دولار للعقد الواحد ، ويطبق حدأً سعرياً يومياً على كل عقود العمليات الآجلة فيما عدا العمليات الآجلة المسجلة على مؤشرات الأسهم ، وبالنسبة للذرة يكون الحد السعري أعلى أو أقل بمقدار 10 سنتات للبوشل الواحد (500 دولار للعقد عن سعر تسوية اليوم السابق) .

وفيما يتعلق بالأسهم يمكن إجراء البيع على المكشوف على أساس Uptick فقط ، ولكن العمليات الآجلة لا يوجد بها مثل هذا القيد ، فمراكز الأسهم القصيرة والطويلة يمكن الاحتفاظ بها إلى الأبد ، أما مراكز العمليات الآجلة فيجب إنهاؤها خلال فترة زمنية محددة أما بإجراء مقاضة للمركز أو عن طريق التسليم والتسلم .

وخلالاً للأسهم ، لا يوجد أخصائيون في بورصات العمليات الآجلة (المستقبلية) حيث يتم تداول كل عقد عمليات مستقبلية أو آجلة في مزاد سوقى يتناسب فيها كل عرض وعطاء بدون أولوية من حيث الوقت أو الحجم ، ويستخدم نظام "Open outcry" ، ويتجه بمقتضاه تقديم أي عرض للشراء أو البيع لكافة المتداولين في هذه العملية .

ويتم دفع عمولات السمسرة على عقود السلع على أساس العقد المكتمل (شراء وبيع) وليس عن كل عملية شراء وبيع مثلاً هو الحال في الأسهم ، وكما هو الحال بالنسبة لخيارات البيع / الشراء الأجل Options لا توجد شهادات لعقود العمليات المستقبلية .

ويشير صافي المراكز المفتوحة The Open Interest إلى العقود التي لم يتم إجراء مقاضة Offset لها إما بمعاملات عكسية أو تسليم ، ويعنى ذلك أنها تقيس عدد العقود غير المصفاة في أي نقطة زمنية على أساس تراكمي ، وتزيد الحصة المفتوحة عندما يدخل المستثمر في عقد طويل وتقى عندما يتم تصفيته العقد .

Margin

• الهامش

تذكر أنه في حالة معاملات الأسهم كان مصطلح الهامش يعني الدفعة المقدمة (The Down Payment) في معاملة يتم فيها اقتراض النقود من السمسار

لتمويل التكلفة الكلية ، من ناحية أخرى لا يقصد بهامش العمليات المستقبلية دفعه مقدمة لأن ملكية الصنف موضوع العمليات لا يتم تحويلها في وقت المعاملة ، بل يقصد بالهامش « حسن النية » "Good Faith" أو مبلغ التأمين أو الوديعة الذي يدفع بواسطة كل من المشتري والبائع لضمان أكمال العقد .

والواقع أن الهامش عبارة عن ضمان أداء Performance Bond وفي تداول العملات الآجلة خلافاً لتداول الأسهم يكون الهامش هو القاعدة أو المعيار Norm.

وتضع كل غرفة مقاومة متطلبات الهامش الدنيا المبدئية الخاصة بها (بالدولار) ، وعلاوة على ذلك يمكن لبيوت السمسرة أن تطلب هامشاً أعلى وهي تفعل ذلك بالفعل ، ويمثل الهامش المطلوب فيما يتعلق بالعقود المستقبلية - (وهو مقدار صغير مقارنة بقيمة العقد نفسه) - حقوق ملكية صاحب المعاملة (سواء كان مشترياً أو بائعاً) .

ومن المأثور أن يكون الهامش المبدئي في حدود 1500 دولار - 2500 دولار للعقد الواحد ، ويمثل ذلك ما بين 10% - 2% من قيمة العقد ، وأن حقوق الملكية المقدمة صغيرة تكون المخاطرة كبيرة .

مثال: (2 - 3)

افتراض أن هناك هامش مبدئي يساوى 5% من القيمة الكلية وأن أحد المستثمرين يحتفظ بعقد واحد في حساب ما ، وأن سعر العقد إذا تغير بنسبة 5% بسبب تغير سعر السلعة موضوع العقد بنسبة 5% ، فإن ذلك يعادل تغير بنسبة 100% في حقوق الملكية المقدمة من المستثمر كهامش ، ويوضح هذا المثال كيف يمكن أن يكون تداول العقود المستقبلية ذا مخاطرة شديدة .

وبالإضافة إلى متطلب الهاشم المبدئي ، يتطلب كل عقد هامش محافظ على مستوى معين Maintenance Margin أو هامش اختلاف أو إلغاء Variation Margin وبشكل يضمن عدم هبوط حقوق ملكية المستثمر عن هذا الهاشم ، فإذا تحرك السعر السوقى لعقد العمليات المستقبلية بشكل لا يحقق مصلحة مركز مالكه تهبط حقوق الملكية ويحدث شراء هامش (أو طلب لتعليق رصيد الهاشم) Margin Calls عندما يتعارض السعر مع مصلحة المستثمر مما يستلزم أن يقوم صاحب المعاملة بإيداع نقد أضافى أو إغلاق الحساب ، ولكن نفهم بالضبط كيف يتم ذلك علينا أن نفهم أولاً كيف يتم قيد الخسائر والأرباح المتولدة عن عقود العمليات الأجلة في الجانب الدائن والمدين من حساب مستثمر ما .

ويتم إجراء عملية يومية تسمى الملاحظات على السوق لكل العمليات التي تتم فيه Marked to the market وهو ما يعني أن كل خسائر وأرباح عقد ما تخصم وتضاف إلى حساب كل مستثمر في كل يوم تداول ، ويستطيع حاملو العقود ذات الربح أن يسحبوا المكاسب ، على حين يستلم حاملو العقود ذات الخسارة ما يسمى بالإضافة هامش Margin Call وذلك عندما تهبط حقوق الملكية عن هامش التغاير أو الاختلاف Variation Margin ويشار لهذه العملية باسم «إعادة التسوية اليومية» Daily Resettlement ويسمي السعر المستخدم سعر تسوية العقد Settlement Price .

مثال: (3 - 3)

يوضح الجدول (3-2) كيف يتم ترحيل الحسابات يومياً وكيف يمكن أن يحدث طلب لتعليق رصيد الهاشم Margin Call ولنأخذ مثلاً حالة مستثمر يشتري عقد مستقبلي مسجل في مؤشر الأسهم مقابل 75 ، ومستثمر آخر يبيع نفس العقد (مركز قصير) بنفس السعر ، أفترض أن هذه العقود مدرجة على

المؤشر المركب لبورصة نيويورك ، حيث كل نقطة في السعر مقسمة إلى 20 علامة أو وحدة صغيرة أو "Ticks" تساوى كل منها 25 دولار .

جـ دوـل (3-2)

مثال للتريحيل لحساب مستثمر باستخدام العمليات الآجلة المسجلة على مؤشر الأسهم ووفقاً للملاحظات اليومية على التحركات السعرية السوقية

Marked to the Market

بيان	المشتري (مركز طويـل)	المبائع (مركز قصـير)
* الحساب بعد يوم واحد	\$ 3500	\$ 3500
حقوق الملكية الأصلية (الهامش المبدئي)	250	(250)
اليوم الأول : الملاحظة على السوق	-----	-----
حقوق الملكية الجارية	\$ 3250	\$ 3750
* الحساب بعد أسبوعين :	-----	-----
حقوق الملكية الأصلية (الهامش المبدئي)	\$ 3500	\$ 3500
التريحيل التراكمي حسب الملاحظات على أسعار السوق	(2125)	2125
حقوق الملكية الجارية	\$ 5625	\$ 1375
حقوق الملكية الزائدة عن الحد والتي يمكن سحبها	2125	-
طلب زيادة هامش الرصيد	2125	2125

ففي المثال السابق ، بفرض أن السعر ارتفع من 75 إلى 76 - أي نقطة واحدة - وهو ما يمثل ارتفاعاً بمقدار 20 وحدة صغيرة (كما سبق) تساوى كل منها 25 دولاراً فيكون المجموع 500 دولار ، وبفرض أن الهامش المبدئي لكل مستثمر 3500 دولار ، ويتبين الجدول (3-2) لحساب كل مستثمر في رحلة ترحيله اليومية ، ففي نهاية اليوم الأول بفرض أن سعر العقد هبط إلى سعر تسوية قدره 74.5 نقطة ، أي هبط بمقدار 10 وحدات صغيرة قيمة كل منها 25 دولار (أي القيمة الكلية 250 دولار) ويضاف هذا المبلغ إلى حساب البائع لأن البائع ذو مركز قصير والسعر هبط وعلى العكس من ذلك يخصم مبلغ 250 دولار من حساب المشتري لأن المشتري صاحب مركز طويل وتحرك السعر بشكل معاكس لمركزه .

ويوضح الجدول (3-2) أن حقوق الملكية الجارية في نهاية اليوم الأول هي 3250 دولار للمشتري و 3750 دولار للبائع .

وإذن افترض مرور أسبوعين ، وفي هذه الأثناء تم ترحيل كل حساب يومياً ويبلغ سعر تسوية هذا العقد بعد مرور الأسبوعين 79.25 أن التغيير الإجمالي في القيمة السوقية لكل مستثمر هو الفرق بين السعر الجاري والسعر المبدئي مسجراً في 500 دولار (النقطة تعادل 20 وحدة صغيرة والوحدة الصغيرة تعادل 25 دولار) - أي أن 500 دولار تمثل قيمة نقطة واحدة في السعر - فيكون في هذا المثال :

$$= 79.25 - 75 = 4.25 \times 500 = \$ 2125$$

وكما يتضح من الجدول (3-2) يضاف هذا المبلغ إلى المشتري لأن السعر تحرك في الاتجاه الذي توقعه المشتري وعلى العكس من ذلك يتم خصم نفس المبلغ من حساب البائع لأن يقع في الجانب الخاطئ من التوقعات المتعلقة بحركة

الأسعار ، ولذلك فمع البدء بحقوق ملكية مبدئية قدرها 3500 دولار فإنه ينتج حقوق ملكية جارية بقيمة 5625 دولار للمشتري و 1375 دولار للبائع ويوجد لدى المشتري زيادة في حقوق الملكية عن الهامش المبدئي ويجوز له سحبها بمبلغ 2125 دولار وذلك بسبب حركة السعر المواتية لتوقعاته ، على حين يوجد لدى البائع موقف يسمى طلب زيادة رصيد الهامش Margin Call وقدره 2125 دولار.

بديهية استثمارية

يوضح المثال السابق المقصود بالتعبير القائل أن تداول العقود المستقبلية مثلها مثل عقود الاختيارات عبارة عن مبارأة مجموعها صفر Zero - Sum Game ، فالمكاسب والخسائر الإجمالية يكون الصافي لها مساوياً للصفر ، فالأرباح الإجمالية التي يتمتع بها الرابحون يجب أن تساوى الخسائر الإجمالية التي يتکبدها الخاسرون ، ويعنى ذلك أيضاً أن إمكانية التعرض للتغيرات في سعر السلعة يجب أن تكون صفر .

ولأهمية الهامش في إنجاز عمليات العقود المستقبلية فإننا نتناوله بمزيد من التبسيط من خلال الآتي :

Margin

أولاً: الفكرة التي يقوم عليها الهامش

افتفرض أنك ترغب في شراء 100 سهم من أسهم الشركة (س) والتي يبلغ سعرها السوقى الحالى 150 جنيه ، فإنك تصدر أوامرك للسمسار لكي يقوم بتنفيذ العملية ، ولكن السمسار لن يشرع فى التنفيذ إلا بعد الحصول على القيمة الكلية للعملية أو معظمها ($100 \text{ سهم} \times 150$) أي 15000 جنيه ، ويقوم السمسار بهذا

الاجراء حتى يضمن عدم تراجع المشترى عن الصفقة أو عدم قيامه بالسداد في حالة حدوث تراجع في أسعار الأسهم وما يتبع ذلك من الدخول في مشاكل ، ولذلك يطلب السمسار عادة ما يزيد عن 50% من قيمة العملية لضمان وفاء المستثمر بالتزاماته .

وفي مجال العقود الآجلة إذا اتصل مستثمران ببعضهما البعض مباشرة واتفقا على تداول أصل ما في المستقبل نظير سعر معين ، فإنه توجد مخاطرة واضحة ، فقد يندم أحد الطرفين على الصفقة نتيجة اتجاه الأسعار في غير صالحه ويحاول التراجع عنها أو قد لا يتوافر لدى المستثمر الموارد المالية التي تمكنه من الوفاء بالاتفاق وهنا يكون دور البورصة في تنظيم التداول من أجل الحد من حالات عدم الوفاء بالعقود إلى أقصى درجة وهذا يأتي دور الهامش في مجال الفقود الآجلة والذي يلعب دور مشابه لما يسدده مشتري الأسهم مقدماً للسمسار تحت حساب صفة الشراء في السوق الفورية ، ولكن هناك اختلاف كبير بين الحالتين .

وهو أنه في حالة السوق الفورية لشراء الأسهم يسدد المستثمر دفعة مقدمة كبيرة تصل عادة إلى أكثر من 50% من قيمة الصفة ، في حين أن عقود العملات الآجلة فإن كل من البائع والمشترى يسدد نسبة صغيرة تتراوح ما بين 2%-10% عادة ، وهذه النسبة الصغيرة المتعلقة بالعقود المستقبلية تتبع للمستثمرين إمكانية الاستفادة من التحركات السعرية في السوق دون الاضطرار إلى دفع القيمة كاملة مقدماً ، وهو ما يمكنهم من بناء مراكز كبيرة Large Position تصل في بعض الأحيان إلى نحو 50 ضعف لما يقدمونه من هوامش مبدئية .

وهكذا فإن الوظيفة الأساسية للهوامش المبدئية التي يقدمها كل من البائع والمشترى هي التعبير عن صدق النية في التعامل والجدية من الطرفين في ضمان

تنفيذ كل منها للالتزامات الواردة في العقد ، ومن الطبيعي أن نسبة الهامش تتغير من أصل إلى آخر وحسب التقلبات السعرية التي تحدث فيه وذلك بدراسة السلوك التاريخي لأسعار هذا الأصل وتزيد نسبة الهامش كلما زادت التقلبات في أسعار الأصل والعكس صحيح .

كما يجب أن يلاحظ أن الهامش المبدئي سوف يتغير مع تغيرات أسعار الأصل محل التعاقد ، حيث يزيد بالنسبة للطرف الذي تكون التغيرات السعرية في صالحه ويقل بالنسبة للطرف الآخر الذي تكون التغيرات السعرية في غير صالحه .

وهكذا فإن التغيرات السعرية السوقية اليومية تؤدي إلى زيادة الهامش المبدئي لأحد أطراف العقد ، وفي نفس الوقت انخفاض للطرف الآخر من العقد، ونتيجة التخوف من أن تقضي التقلبات السعرية السوقية على الهامش المبدئي أو تأكل جزء منه إذا مرت فترة طويلة دون إجراء تسوية ، لذلك حدث أمران لمقابلة هذا الاحتمال .

الأمر الأول: إجراء تسوية يومية لمراكز طرفى العقد وذلك من واقع مراقبة التغيرات السعرية للأصل محل العقد وهو ما أطلق عليه *Marking to Market*، وهذا فإنه بمجرد تحرك أسعار العقود يبدأ السمسارة مباشرة في متابعة التغير الذي سوف يطرأ على قيمة الهاشم البدئية المقدمة بواسطة طرفى العقد، ولذلك فإن سعر التسوية الذي ينتهي إليه التعامل في عقد معين نهاية كل يوم يعتبر السعر الافتتاحي الجديد لليوم التالي ويحسب على أساسه قيمة الهاشم المطلوب ، وتسمى التعديلات اليومية للهامش المترتبة على متابعة التحركات السعرية السوقية بمصطلح هوامش التغير *. Variation Margins*

الأمر الثاني: لأن الهامش المبدئي سوف يتغير مع كل تغير في الأسعار السوقية للأصل محل العقد سواء بالزيادة أو النقص فإنه تم وضع قواعد لهذا التغير .

القاعدة الأولى: في حالة تحرك أسعار العقود في صالح المتعامل فإن الزيادة عن الهامش المبدئي يمكن سحبها بواسطة المتعامل ليظل الهامش المبدئي كما هو (ويلاحظ هنا أن المتعامل يمكن أن يسحب الزيادة ولكن لا يتحتم عليه القيام بذلك ، فقد تكون الزيادة طفيفة لا تستدعي سحبها ويفضل تركها) .

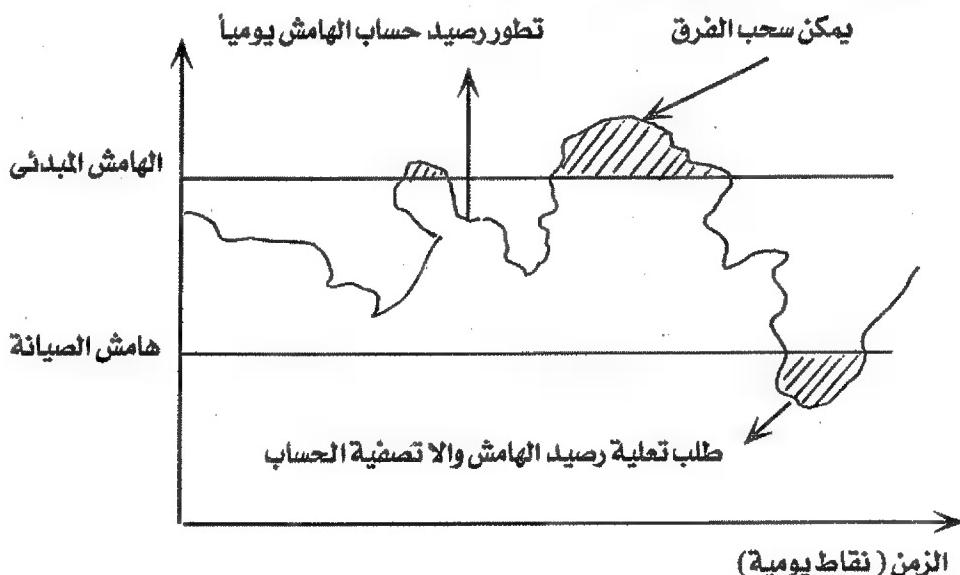
القاعدة الثانية: إذا كان تحرك الأسعار في غير صالح المتعامل فإن السمسار أو الوسيط يطلب من المتعامل سداد مبالغ إضافية نقداً تسمى طلب تعلية رصيد الهامش Margin Call ، حيث تحدد القواعد خط أحمر لا يجوز أن يقل الهامش المبدئي عنه ويسمى هذا الخط الأحمر بهامش المحافظة (الصيانة) Maintenance Margin ويكون هامش المحافظة بنسبة معينة من الهامش المبدئي تتحدد في ضوء التقلبات السعرية مثلاً قد تكون 60% من الهامش المبدئي ، وتكون أهمية هامش المحافظة (الصيانة) في عمليات الأسواق الآجلة في أنه يمثل الحد الأدنى من الهامش ، وإذا لم يقم المتعامل بالمحافظة على هذا المستوى من الهامش فإن السمسار أو الوسيط يمتلك الصلاحية لتصفيه مركز العميل دون استشارته في حالة إذا ما طلب منه سداد تقدية لتعلية رصيد الهامش ولم يتمثل لهذا الطلب .

وهكذا فإن نظام الهامش في العقود المستقبلية يعتمد على العناصر التالية:

- ١ - تقديم كل من طرف العقد هامش مبدئي Initial Margin كضمان لحسن النية "Good Faith" أو ضمان أداء

- ٢ - وضع نظام مراقبة يومي لتحركات الأسعار السوقية للأصل محل العقد وإجراء تسويات يومية لراكلز طرف العقد لإظهار الصورة واضحة .
- ٣ - وضع حد أدنى لمستوى الهامش يجب ألا يقل عنه ويسمى هامش المحافظة (أو الصيانة) على مستوى معين للهامش أو ما يطلق عليه بالإنجليزية Main-tenance Margin .
- ٤ - وضع نظام لطلب تعلية رصيد الهامش Margin Call إذا انخفض عن هامش الصيانة واعطاء السمسار الحق في تصفية الحساب دون استشارة المتعامل إذا لم يمثل لطلب تعلية رصيد الهامش .

ويمكن التعبير عملياً ببياناً كمائياً :



وهكذا فإن مفهوم هامش الصيانة قائم على ما يلى :

يحق للمستثمر أن يسحب أي رصيد في حساب الهامش يزيد عن الهامش المبدئي . ولضمان لا يصبح الرصيد في حساب الهامش سالباً أبداً يتم وضع

هامش الصيانة ويكون أقل بعض الشيء من الهامش المبدئي ، وإذا هبط الرصيد في حساب الهامش عن هامش الصيانة فإن المستثمر يتلقى طلب تعلية رصيد الهامش من السمسار الصيانة فإن المستثمر يتلقى طلب تعلية رصيد الهامش من السمسار والذي يطلب منه أن يرفع حساب الهامش إلى المستوى المبدئي خلال فترة زمنية قصيرة ، والأموال الزائدة المودعة تعزف باسم هامش التغير في السعر Variation Margin ، وإذا لم يقدم المستثمر هامش التغير في السعر نقداً، فإن السمسار ينهي المركز عن طريق بيع العقد .

• تفاصيل أخرى متعلقة بالهامش :

بعض السماسرة يسمحون للمستثمر بكسبفائدة على رصيد حساب الهامش الذي يودعه المتعامل ، ولذلك فإن الرصيد في الحساب لا يمثل تكلفة حقيقة شريطة أن يكون سعر الفائدة منافساً لذلك الذي يمكن الحصول عليه في مكان آخر ، وينطبق هذا الأمر في حالة استيفاء متطلبات الهامش المبدئي (ولكنه لا ينطبق في حالات طلب تعلية رصيد الهامش التي قد تحدث في فترة لاحقة) .

ويمكن للمستثمر أحياناً أن يودع أوراقاً مالية لدى السمسار ، ولذلك تقبل أنون الخزانة عوضاً عن النقد بحوالى 90% من قيمتها الأساسية ، وتقبل أحياناً الأسهم عوضاً عن النقود ولكن بحوالى 650% من قيمتها الأساسية .

أن تأثير مراقبة التحركات السعرية السوقية يومياً وتسوية حساب الهامش تبعاً لذلك هو أن عقد العمليات الآجلة تتم تسويتها يومياً وليس في نهاية مده ، ففي نهاية كل يوم يضاف المكسب (وتخصم الخسارة) لحساب الهامش ، ويعيد ذلك قيمة العقد إلى صفر (المقاصلة بين الطرفين) وبذلك فإنه يتم تصفية عقد العمليات المستقبلية ويعاد بيعه بسعر جديد في كل يوم .

ويتم تحديد المستويات الدنيا للهامش المبدئي وهامش الصيانة بواسطة البورصة ، وقد يطلب السمسارة الفريديون هامش من عملائهم أكبر من تلك المحددة بواسطة البورصة ومع ذلك لا يستطيع السمسارة أن يطلبوا هامش أقل من تلك المقررة بواسطة البورصة .

وتتحدد مستويات الهامش في ضوء قابلية تقلب سعر الأصل محل المعاملة ، وكلما ارتفعت قابلية التقلب في سعر الأصل كلما ارتفعت مستويات الهامش ، ويكون هامش الصيانة عادة 75% من الهامش المبدئي .

مثال شامل

لبيان كيفية عمل الهامش ، أفترض أن هناك مستثمراً يتصل بسمساره يوم الاثنين 3 يونيو 1996 لشراء عدد 2 من عقود عمليات الذهب الأجلة لشهر ديسمبر 1996 في بورصة نيويورك للسلع (COMEX) نحن نفترض أن السعر الجارى للعمليات 400 دولار للأونس ، وحيث أن حجم العقد هو 100 أونس ، فقد تعاقد المستثمر على شراء ما مجموعه 200 أونس بهذا السعر ، وسوف يطلب السمسار من المستثمر أن يودع أموالاً فيما يسمى بحساب الهامش ، ويعرف المبلغ الذى يجب إيداعه عند الدخول في العقد بالهامش المبدئي ويحدده السمسار ، وسوف نفترض أن هذا المبلغ هو 2000 دولار للعقد الواحد أو 4000 دولار للعقدين ، وفي نهاية كل يوم تداول يتم تسوية حساب الهامش لعكس مكسب أو خسارة المستثمر.

أفترض - مثلا - أنه في نهاية تداول 3 يونيو هبط سعر العمليات الأجلة من 400 دولار إلى 397 دولار ، بذلك يكون المستثمر قد خسر 200×3 دولارات أو 600 دولار ، ويعود ذلك إلى أن 200 أونس الخاصة بذهب ديسمبر - التي تعاقد على شرائها بـ 400 دولار - يمكن أن تباع الآن مقابل 397 دولار فقط .

ولذلك سوف يتم خفض رصيد حساب الهامش الآن بمقدار 600 دولار ويصبح 3400 دولار ، وبالمثل إذا ارتفع سعر ذهب ديسمبر إلى 403 بنهاية اليوم الأول، سوف يزداد رصيد حساب الهامش بمبلغ 600 دولار فيكون 4600 دولار ، ويتم أولاً ترحيل قيود معاملة التداول إلى حساب الهامش في ختام اليوم الذي تجري فيه ثم يجري الترحيل في نهاية التداول في كل يوم لاحق ، وإذا حلت فترة التسليم وتم التسليم بواسطة الطرف ذي المركز القصير يكون المبلغ المستلم عموماً هو سعر المعاملة الآجلة في آخر مرة تم فيها ترحيل قيود العقد إلى حساب الهامش .

لاحظ أن الترحيل لحساب الهامش والذي يتم وفقاً لمراقبة التحركات السعرية في السوق أو ما يطلق عليه *Marking to Market* فعندما يكون هناك انخفاض قدره 600 دولار في سعر العمليات الآجل بحيث يقل حساب هامش المستثمر ذي المركز الطويل بمبلغ 600 دولار ، لذلك يتبع على المستثمر أن يدفع للبورصة 600 دولار وتمرر البورصة النقود إلى سمسار مستثمر ذي مركز قصير، وبالمثل إذا حدثت زيادة في سعر العمليات الآجلة ، فإن سمسارة الأطراف ذات المراكز القصيرة يدفعون نقوداً للبورصة، ويستلم سمسارة الأطراف ذات المراكز الطويلة نقوداً من البورصة .

ويوضح الجدول (3-3) أسلوب عمل الهامش فيما يتعلق بسلسلة محتملة من أسعار العمليات الآجلة في حالة المستثمر المذكور في المثال السابق حيث يفترض أن هامش الصيانة هو 1500 دولار للعقد الواحد أو ما مجموعه 3000 دولار للعقدين . وفي 11 يونيو يهبط رصيد حساب الهامش إلى 340 دولار عن مستوى الهامش Margin Call من جانب السمسار الذي يطلب هامشاً إضافية قدره 1340 دولار ، ويفترض الجدول أن المستثمر يوفر بالفعل هذا الهامش عند إغلاق

التداول فى 12 يونيو ، وفى 17 يونيو يهبط رصيد حساب الهامش مرة أخرى عند مستوى هامش الصيانة ويتم إجراء طلب تعلية الرصيد مرة أخرى من أجل دفع 1260 دولار . ويتوفر المستثمر هذا الهامش عند اغلاق التداول فى يوم العمل التالى وهو 18 يونيو ، وفى 24 يونيو يقرر المستثمر تصفية المركز باتخاذ مركز قصير في العقدين (أى يدخل كبائع) ، ويلاحظ أن سعر العمليات الآجلة في ذلك اليوم هو 392.2 ، وتتكبد المستثمر خسارة تراكمية قدرها 1450 دولار ، لاحظ أن المستثمر كان لديه زيادة في الهامش أيام 12 ، 20 ، 19 ، 21 يونيو ويفترض الجدول أن هذا الهامش لم يتم سحبه .

جدول (3-3): طريقة عمل الهامش لطرف ذي مركز طويل في عقدين من العقود المستقبلية لشراء الذهب

الهامش المبدئي هو 2000 دولار لكل عقد أو 4000 \$ للعقدين معاً هامش الصيانة يبلغ 1500 دولار لكل عقد أو 3000 \$ للعقدين معاً تم الدخول في العقد يوم الاثنين 3 يونيو ويسعر 400 \$ ويتم إنهاؤه في 24 يونيو بـ 392.30 \$ ، الأرقام الواردة في العمود الثاني - باستثناء الرقم الأول والأخير - تمثل السعر الأجل عند إغفال التداول .

اليوم	سعر العملات الآجلة بالدولار	النفقات (الخسارة) اليومية	النفقات (الخسارة)	رصيد حساب الهامش بالدولار	طلب تعلية رصيد حساب الهامش بالدولار
3 يونيو	400			4000	1340
4 يونيو	397	(600)	(600)	3400	
5 يونيو	396.10	(780)	(180)	3220	
6 يونيو	398.20	(360)	420	3640	
7 يونيو	397.10	(580)	(220)	3420	
10 يونيو	396.70	(660)	(80)	3340	
11 يونيو	395.40	(920)	(260)	3080	
12 يونيو	393.30	(1340)	(420)	2660	
13 يونيو	393.60	(1280)	60	4060	
14 يونيو	391.80	(1640)	(360)	3700	
17 يونيو	392.70	(1640)	180	3880	1260
18 يونيو	387.00	(2600)	(1140)	2740	
19 يونيو	387.00	(2600)	0	4000	
20 يونيو	388.10	(2380)	220	4220	
21 يونيو	388.70	(2260)	120	4340	
24 يونيو	391.00	(1800)	460	4800	
	392.30	(1540)	260	5060	

وقد تتوقف متطلبات الهامش مع أهداف المعامل ، فممارس التحوط الأصيل - مثل شركة تنتج السلعة محل عقد العمليات الآجلة - يكون معرضاً في الغالب لمتطلبات هامش أقل من المضارب ، ويعود هذا إلى أن مخاطرة الاحقاق في الوفاء يكون احتمالها أقل ، كذلك تؤدي معاملات التداول في اليوم نفسه Day Trade إلى نشوء متطلبات هامش أقل من معاملات التحوط ، ويقصد بال النوع الأول Day Trade معاملة تداول يعلن فيها التاجر للسمسار أنه يخطط لأنها المركز في نفس اليوم ، وبذلك إذا اتخاذ المعامل مركزاً طويلاً تكون الخطة هي اتخاذ مركز قصير مقابل في وقت لاحق من اليوم .

أما إذا كان المعامل قد اتخذ مركزاً قصيراً فتكون الخطة هي اتخاذ مركز طويل في وقت لاحق أثناء اليوم ، أما معاملة التوزيع الزمني Spread فوفقاً لها يقوم المستثمر باتخاذ مركز طويل في عقد ذي شهر تسليم ما ومركز قصير في عقد ما بخصوص نفس الأصل ولكن في شهر تسليم آخر ، وذلك في وقت واحد .

لاحظ أن متطلبات الهامش واحدة في مراكز العمليات الآجلة الطويلة وكذلك المراكز القصيرة ، ومن السهل أن تتخذ مركزاً قصيراً في عمليات آجلة وأن تتخذ أيضاً مركزاً طويلاً ، ولكن السوق النقدية لا تتمتع بهذا التماثل ، فإذا اتخاذ مركز طويل في السوق النقدية يعني شراء الأصل ولا ينطوى على أي مشكلات ، أما اتخاذ مركز قصير فيعني بيع أصل ما لا تملكه ، وتلك معاملة أكثر تعقيداً قد تكون ممكنة أو غير ممكنة في سوق معينة .

غرفة المقاصة وتصفية الهواشن | Clearing house and Clearing Margins

غرفة المقاصة تابعة للبورصة و تعمل ك وسيط في معاملات العقود المستقبلية ، فهي تضمن أداء أطراف كل معاملة ، ويوجد بغرفة المقاصة عدد من الأعضاء وكلهم لهم مكاتب قريبة من غرفة المقاصة والسماسرة غير الأعضاء في غرفة

المقاصة يجب أن يمارسوا أعمالهم بواسطة أحد الأعضاء ، والمهمة الرئيسية للغرفة هي تتبع كافة المعاملات الجارية أثناء يوم ما لكي يمكنها أن تحسب المركز الصافي لكل واحد من أعضائها .

ومثلاً يطلب من المستثمر أن يحتفظ بحساب هامش لدى سمسار . يطلب من العضو في غرفة المقاصة أن يحتفظ بحساب هامش لدى غرفة المقاصة ، ويعرف هذا الهامش باسم هاشم التصفية Clearing Margin أو هامش المقاصة ، ويتم تسوية حسابات هامش أعضاء غرفة المقاصة في ضوء المكاسب أو الخسائر في نهاية كل يوم تداول بنفس الطريقة المتبعة بالنسبة لحسابات هوامش المستثمرين ، غير أنه في حالة عضو غرفة المقاصة يوجد هامش أصلي فقط (ولا يوجد هامش صيانة) ، وكل يوم يجب أن يكون رصيد الحساب مبلغًا مساوياً للهامش الأصلي مضروباً في عدد العقود المتداولة ، وبذلك فإنه تبعاً للمعاملات الجارية في اليوم والتحركات السعرية قد يتغير على عضو الغرفة (السمسار) أن يضيف أموالاً إلى حساب هامشه في نهاية اليوم ، أو قد يجد أن بإمكانه أن يسحب أموالاً من الحساب في هذا الوقت ، والسمسارة الذين لا يكونون أعضاء في غرفة المقاصة يجب أن يحتفظوا بحساب هامش لدى أحد أعضاء الغرفة .

وعند احتساب هوامش المقاصة ، تحسب الغرفة عدد العقود المتداولة على أساس صافي أو إجمالي ، ووفقاً للأساس الإجمالي ، يضاف مجموع كل المراكز الطويلة التي دخل فيها العملاء لدى سمسار معين إلى مجموع كل المراكز القصيرة المدخل فيها بواسطة العملاء ، أما الأساس الصافي فيسمح بمقابلة هذه المراكز بعضها .

افتراض على سبيل المثال أن لدى أحد أعضاء الغرفة (السمسار) عميلان أحدهما له مركز طويلة في 20 عقداً والثاني له مركز قصير في 15 عقداً ، ففي

حالة الاحتساب على الأساس الإجمالي سيتم احتساب هامش المقاصلة على أساس 35 عقد ، أما الاحتساب على الأساس الصافي فسوف يكون على أساس الفرق فقط أي 5 عقود فقط ، وتستخدم معظم البورصات الأساس الصافي في احتساب هامش المقاصلة .

وينبغي التأكيد على أن الغرض من نظام احتساب هامش المقاصلة هو التقليل من إمكانية تكبد المشاركين في السوق خسائر مستمرة بسبب حالات عدم الوفاء بالالتزامات الواردة في العقود ، وإن جمالاً فإن النظام ناجح جداً ولا توجد خسائر ناشئة عن حالات عدم الوفاء بالالتزامات في البورصات الرئيسية .

• ملخص لنظام الهامش :

١ - تعريفه :

هو نظام صارم لضمان نجاح سوق العقود المستقبلية من خلال تأمين وفاء جميع المتعاملين في سوق العقود المستقبلية بالتزاماتهم وذلك بتقديم ضمان نقدى معين ، يسمى الهامش ، ويسرى هذا الهامش على جميع المتعاملين في سوق العقود المستقبلية سواء أطراف العقد (البائع والمشتري) أو السمسارة المتعاملين معهم .

٢ - مراحل تقديم الهامش :

يتم تقديم الهامش على مراحلتين :

• **المرحلة الأولى : الهامش الذي يقدمه كل من المشتري والبائع للعقد المستقبلي**
 لأن كل من المشتري والبائع في العقد الأجل أو المستقبلي عليهما التزامات متقابلة ، وأى تغيرات في الأسعار تكون في مصلحة طرف على حساب مصلحة الطرف الآخر ، ويكون الضامن في هذه الحالة هم السمسرة والذى يتعرضون

لخطر عدم الوفاء لأحد طرفي العقد بالتزاماته ، ونتيجة لهذا التخوف يطلب السمسرة من عملائهم ما يلى :

A - هامش مبدئي Initial Margin

ويحسب هذا الهامش عادة عن طريق إيجاد أقصى نسبة تقلبات يومية تسمح بها البورصة وهو ما يسمى حدود التحركات اليومية في الأسعار مضروبة في قيمة العقود المبرمة .

فعلى سبيل المثال : حدود التحركات اليومية في الأسعار 5% وقيمة العقود المبرمة 100000 دولار .

$$\text{يكون الهامش المبدئي} = 5\% \times \$100000 = 5000 \text{ دولار}$$

B- هامش الصيانة Maintenance Margin

وهو أقل قليلاً من الهامش المبدئي ويمثل الحد الأدنى الذي يجب ألا يقل الهامش المبدئي عنه ، وعادة ما يمثل نسبة 75 % من الهامش المبدئي ، وتسمح به بعض البورصات لتوفير مرونة لتقلبات الأسعار لعملاء العقود المستقبلية ، ويحيث لا يتم تغطية مراكزهم بصفة يومية (أى أن المساحة بين الهامش المبدئي وهامش الصيانة هي مساحة مسموح بها لتقلبات الأسعار) .

وتتجدر الإشارة إلى أن بعض بورصات العقود المستقبلية لا تأخذ بهذا الهامش ، ويقتصر الاستخدام فقط على الهامش المبدئي وبالتالي فإن البورصة لا تسمح بهبوط الهامش المبدئي إلى مستوى هامش الصيانة ويجب على العميل أن يحافظ بصورة دائمة على مستوى الهامش المبدئي كحد أدنى .

C- طلب تعلية رصيد الهامش Margin Call

إذا انخفض الهامش إلى مستوى أقل من هامش الصيانة فإن السمسار يطلب على الفور من العميل (أحد أطراف العقد المستقبلي) أن يرفع رصيد

الهامش إلى مستوى الهامش المبدئي وذلك بسداد الفرق نقداً ، وفي حالة عدم استجابة العميل بسرعة لهذا الطلب فإن السمسار يقوم بتضفيه الحساب حتى لا يتعرض لمخاطر عدم وفاء أحد طرفى العقد بالتزاماته .

• المرحلة الثانية : الهامش الذي يقدمه السمسارة وأعضاء الغرفة إلى غرفة المقاصة :

كما سبق أن ذكرنا فإن غرفة المقاصة تعامل مع الكثير من السمسرة والوسطاء ويمكن أن تتعرض لمخاطر كبيرة وفقاً لنظام السوقى القائم فى العقود المستقبلية . فهى تعتبر البائع لكل مشترى والمشترى لكل باائع وذلك لجميع عمليات المقاصة اليومية التى يقوم بها السمسارة (أعضاء الغرفة) ، وكما يحصل السمسارة على هامش مبدئي من عملاء العقود المستقبلية لتأمين عمليات التقادس والوفاء بالالتزامات ، فإن غرفة المقاصة تحصل بدورها على هامش لتأمين وفاء السمسارة بالتزاماتهم ، ويتحدد هذا الهامش فى ضوء الهوامش المبدئية وعدد العقود التى تكون لدى السمسار وكما سبق أن أوضحنا .

وعلى الرغم من أهمية دور الهوامش فى تأمين سوق العقود المستقبلية ، إلا أن التقلبات الحادة التى تشهدها الأسواق فى بعض الأوقات يؤدى إلى بعض المشكلات العملية .

• المتعاونون في سوق العقود المستقبلية :

يثار تساؤل عن من يستخدم العمليات الآجلة وفي أي غرض ؟

من الناحية التقليدية فإنه يتم تصنيف المشاركون فى سوق العمليات الآجلة إلى المحوطين Hedgers والمضاربين Speculators .

وكل من المجموعتين مهمة فى تفهم دور وطريقة عمل سوق العقود

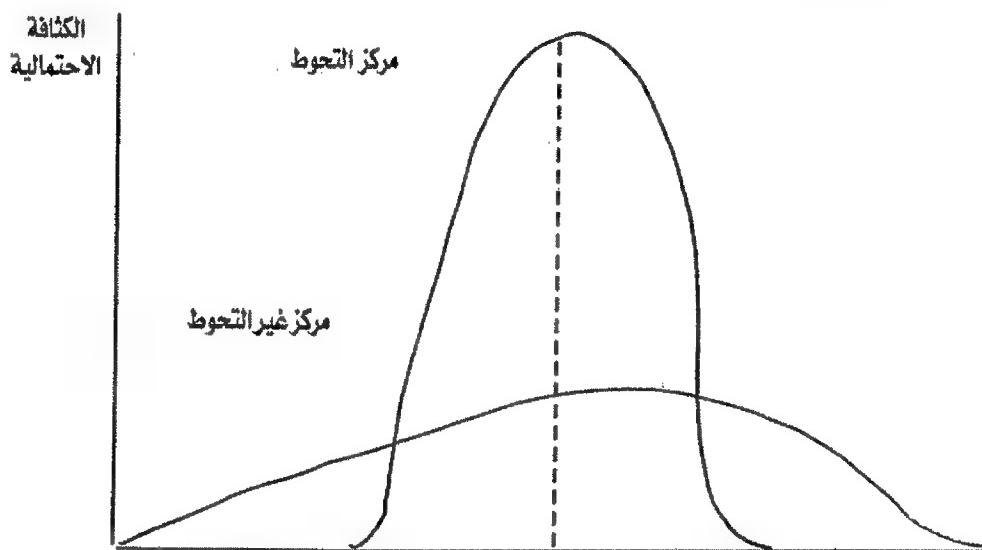
المستقبلية وسوف نتناول كلا من المجموعتين مع ملاحظة أن الفروق بينهما سوف تتطابق سواء كان التعامل يطبق على العمليات المالية المستقبلية أو العمليات المستقبلية التقليدية المتعلقة بالسلع :

أولاً : المتحوطون Hedgers

هؤلاء عبارة عن أطراف معرضة للمخاطرة بسبب سلعة أو أصل ما مما يعني أنهم معرضون للتغيرات السعرية ، وهم يشترون أو يبيعون العقود المستقبلية من أجل انتقاء هذه المخاطرة ، وبعبارة أخرى فإن فئة المتحوطين تتعامل فعلياً في السلعة أو الأداة المالية المحددة في العقد المستقبلي ، وعن طريق اتخاذ مركز مضاد أو عكسي لذلك المحافظ على الفعل - بسعر محدد اليوم - يخطط المتحوطون لخفض أعباء التقلبات السعرية المعاكسة أو غير المواتية - أي التحوط من مخاطرة التغيرات السعرية غير المتوقعة ، ويعد ذلك في الواقع شكل من أشكال التأمين .

ويمكن القول أن الدافع الحقيقي وراء كافة عمليات تداول العمليات الآجلة هو خفض المخاطرة السعرية ، وفيما يتعلق بالعمليات المستقبلية أو الآجلة يتم خفض المخاطرة عن طريق موازنته أو تعويض المكسب (أو الخسارة) المنخفضة في مركز العمليات الآجلة بالخسارة (أو المكسب) في المركز الندلي .

ويكون المتحوطون على استعداد للتنازل عن جانب من إمكانية تحقيق الربح مقابل أن يتحمل شخص آخر جزءاً من المخاطرة . ويوضح الشكل (3-1) عملية التغطية وتاثيرها على توزيع العائد - المخاطرة .



توزيعات العائد لمراكز المتحوطين وغير المتحوطين

شكل (3-1)

لاحظ أن مركز غير التحوط لا ينطوى فقط على فرصة أكبر لتکبد خسارة أكبر وإنما أيضاً فرصة أكبر لتحقيق مکسب أكبر ، أما مركز التحوط فليه فرصة أقل لتحقيق عائد منخفض وأيضاً فرصة أقل لتحقيق عائد مرتفع .

٠٠٠ بدیهية استثمارية

يوضح استخدام تقنیات التحوط عملية المبادلة التي ترتكز عليها قرارات الاستثمار : فالتحوط يخفض من مخاطرة الخسارة ويقلل أيضاً من إمکانيات العائد وذلك بالنسبة للمراكز غير المغطاة ، وبذلك يستخدم التحوط بواسطة الأشخاص غير المتأكدین من التحركات المستقبلية للأسعار والذین يكونون مستعدین لحماية أنفسهم من التحركات السعرية المناولة على حساب المکاسب المحتملة فلا يوجد شيء بدون مقابل !

There is no Free Lunch !

• كيفية التحوط للعمليات المستقبلية

ان مفتاح اجراء أي تحوط هو أن مركز أجل Futures Position يتخذ عكس المركز في السوق النقدية (الفورية) The Position in the Cash Market والسلعة أو الأداة المالية المحافظ بها تمثل مركزاً طويلاً لأن هذه الأصناف يمكن أن تباع في السوق النقدية ، من ناحية أخرى فإن المستثمر الذي يبيع مركز عمليات آجلة غير مملوكة يخلق مركزاً قصيراً ، وحيث أن المستثمرين يمكن أن يتخلوا من مراكزهم أساسين فيما يتصل بالعقود المستقبلية طويلة وقصيرة ، حيث يوجد أثنان من مراكز التحوط الأساسية :

١ - تحوط مركز قصير (البائع) Hedge

يجب على حائز مخزون السوق النقدية أن يبيع العقد المستقبلي (يأخذ مركز قصير) ، وينبغي أن ينظر المستثمرون لتحوطات المركز القصير على أنها وسيلة لحماية قيمة محافظهم المالية ، وحيث أنهم حائزون لأوراق مالية فإنهم بحاجة إلى حماية أنفسهم من الهبوط في الأسعار ، ويقلل تحوط المركز القصير أو يلغى المخاطرة التي يتم تحملها في المركز الطويل .

٢ - تحوط مركز طويل (الشراء) Hedge

المستثمر الذي يحوز حالياً مخزوناً نقدياً (لا يحوز سلعاً أو أدوات مالية) ذو مركز قصير في السوق النقدية ، ولذلك فإن التحوط بواسطة العمليات الآجلة يتطلب إتخاذ مركز طويل ، ويمكن للشخص غير الموجود حالياً في السوق النقدية ولكن يتوقع أن يكون له وجود فيها في المستقبل ومن يرغب في تجميد الأسعار والعوائد الحالية حتى يصبح النقد متاحاً لإجراء استثمار ، يمكنه أن يستخدم تحوطاً طويلاً ، وهو ما يقلل مخاطرة المركز القصير .

والتحوط ليس عملية تلقائية فهو يتطلب أكثر من مجرد اتخاذ مركز معين ،

ويجب على المتحوطين أن يتخدوا قرارات توقيت فيما يتعلق بما يجده مناسباً وأنها العملية ، ومع تغير الظروف يجب أن يكيف المتحوطون استراتيجية التحوط الخاصة بهم .

ومن الجوانب التي يجب أن تؤخذ في الاعتبار مخاطرة « الأساس » "Basis" ويتم تعريف الأساس بأنه الفرق بين السعر النقدي وسعر المعاملات الآجلة في الصنف الجاري حمايته .

الأساس = السعر النقدي - السعر الآجل (أو المستقبلي)

ويجب أن يكون الأساس صفرًا في تاريخ استحقاق العقد .

ويتقبل الأساس على نحو غير قابل للتتبؤ وليس ثابتاً أثناء فترة تحوط ما ولذلك فإن مخاطرة الأساس هي المخاطرة التي يواجهها المتحوطون نتيجة للتغيرات غير المتوقعة في الأساس .

ورغم أن التغيرات في الأساس سوف تؤثر على مركز التحوط أثناء عمره فإن التحوط سوف يقلل المخاطرة طالما أن قابلية تغير « الأساس » أقل منها في سعر الأصل الجاري تغطيته ، وعند حلول موعد الاستحقاق يجب أن يتساوى سعر العمليات الآجلة مع السعر النقدي ، وينتج عن ذلك أساس صفرى (يمكن أن تسبب تكاليف المعاملات فروقاً) .

وترجع أهمية مخاطرة الأساس بالنسبة للمستثمرين إلى أن المخاطرة لا يمكن القضاء برمتها ، حيث أن تغطية مركز نقدي سوف يتضمن مخاطرة أساس .

ثانياً : المضاربون Speculators

على عكس من يقومون بالتحوط يشتري المضاربون أو يبيعون العقود

المستقبلية في محاولة لكسب العائد ، وهم مستعدون لتحمل المخاطرة الخاصة بالتلقيبات السعرية على أجل التربح منها ، وخلافاً للمتحوطين لا يتعامل المضاربون في السلعة المالية أو الأداة المالية محل عقد العمليات المستقبلية ، بعبارة أخرى لا يوجد لديهم مركز سوقى مسبق ، وبعض المضاربين محترفين يعتمدون على ذلك لكسب رزقهم ، أما البعض الآخر فهم هواة ، ورغم أن بعض المضاربين ليسوا موجودين فعلياً في أسواق العقود المستقبلية ، إلا أن تجار البورصة Floor Traders يتاجرون في الحسابات الخاصة بهم وبآ الآخرين ويتخذون في الغالب مراكز قصيرة الأجل جداً (دقائق أو ساعات) في محاولة منهم لاستغلال أية تقلبات سوقية قصيرة الأجل .

وجود المضاربين أساساً بالنسبة لحسن عمل سوق العمليات الآجلة حيث أنهم يمتلكون أو يستوعبون الطلب أو العرض الزائد المولد بواسطة المتحوطين في تفاصيلها ، ويسمح لهم المضاربون في سيولة السوق ويقللون من قابلية تغير الأسعار بمرور الوقت .

ولكن ما السبب الذي يدفع للمضاربة في أسواق العقود المستقبلية ؟ إذ يمكن للإنسان أن يضارب على الأدوات محل العقود المستقبلية .

على سبيل المثال : المستثمر الذي يعتقد أن أسعار الفائدة في طريقها للهبوط يمكن أن يشتري سندات على الخزانة مباشرة ويفادي سوق عمليات سندات الخزانة الآجلة ، أن المزايا المحتملة للمضاربة في أسواق العقود المستقبلية تشمل :

١- الرافعة المالية Leverage

ويتتج عن ذلك تضخيم أو تكبير المكاسب (أو الخسائر) ويمكن أن تكون بسهولة 10 إلى 1

٢ - سهولة التعامل Ease of Transaction

المستثمر الذى يعتقد أن أسعار الفائدة سوف ترتفع سوف يواجه صعوبة فى بيع السندات على المكشوف ، ولكن من السهل جداً أن يتخذ مركزاً قصيراً فى عقد عمليات أجلة متصلة بسند خزانة .

٣ - تكاليف المعاملات Transaction Costs

تكون هذه فى الغالب أقل بكثير فى أسواق العقود المستقبلية . إن احتمال نجاح مستثمر ما عند المضاربة فى العقود المستقبلية الأجلة لا يكون كبيراً جداً ، والمستثمر الصغير يواجه عوائق وصعوبات جمة .

• عروض الأسعار المنشورة في الصحف :

تنشر صحف كثيرة في الولايات المتحدة أسعار العمليات الأجلة ، فعلى سبيل المثال في جريدة وول ستريت جورنال يمكن مطالعة عروض أسعار هذه العمليات في قسم المال والاستثمار ، ويتم توضيح الأصل موضوع عقد العمليات المستقبلية ، والبورصة التي يتم تداوله فيها ، وحجم العقد ، وكيف يتم تقديم عرض السعر على رأس كل قسم ، حيث يخصص أول عمود للشهور التي يتم فيها تداول عقود معينة .

كما تخصص الأرقام الثلاثة الأولى في كل صف لتوضيح سعر الافتتاح وأعلى سعر تحقق في التداول أثناء اليوم وأقل سعر تحقق أثناء اليوم ويمثل سعر الافتتاح الأسعار التي تم بها تداول العقود فور قرع جرس بدء التداول .

أما العمود الرابع في الصف فهو يعبر عن سعر التسوية Settlement Price وهو عبارة عن متوسط الأسعار التي تم بها تداول العقد قبل قرع جرس اقفال التداول لذلك اليوم مباشرةً ، أما العمود الخامس فهو يعبر عن التغيير في سعر

التسوية من اليوم السابق ، وسعر التسوية هام لأنّه يستخدم في حساب المكاسب والخسائر اليومية ومتطلبات الهاشم ويوضح الرقمان السادس والسابع أعلى سعر للعمليات الأجلة وأقل سعر لها تحققًا في تداول عقد معين .

• صافي المراكز المفتوحة Open Interest وحجم التداول

يمثل صافي المراكز المفتوحة من أي عقد مجموع تلك العقود القائمة في نهاية كل يوم عمل والتي ما تزال تمثل التزاماً على البائعين بالتسليم وعلى المشترين بالاستلام ، أن أن صافي المراكز المفتوحة يعبر عن العدد الكلي للعقود المعلقة أو المتداولة (Outstanding) وهو عبارة عن حاصل جمع كل المراكز الطويلة - أو حاصل جمع كل المراكز القصيرة ، ونظرًا لصعوبة جمع البيانات فإن معلومات صافي المراكز المفتوحة تكون أقدم من معلومات السعر بمقدار يوم تداول واحد .

ويلاحظ أنه في بعض الأحيان يحدث أن يكون حجم التداول في يوماً أكبر من صافي المراكز المفتوحة في نهاية ذلك اليوم ، ويشير ذلك إلى كبير عدد عمليات التداول من نوع Day Trades .

• أنماط أسعار العمليات الأجلة (المستقبلية)

يمكن ملاحظة عدد من الأنماط المختلفة لأسعار العمليات الأجلة في البورصات الأمريكية ، فسعر عمليات البلاتينيوم في بورصة شيكاغو يزيد مع تزايد الوقت المتبقى على الاستحقاق ، ويعرف ذلك بالسوق الطبيعية Normal Market ، وعلى العكس من ذلك سعر عمليات النحاس في بورصة نيويورك للسلع هو دالة متناقضة للوقت المتبقى على الاستحقاق ، ويعرف ذلك بالسوق المقلوبة ، وبالنسبة للخنازير يكون النمط مختلفاً ، حيث يكون سعر العمليات دالة متزايدة أحياناً وأحياناً أخرى دالة متناقضة للإستحقاق

• اقتراب السعر الأجل من السعر الفوري :

مع اقتراب شهر تسليم العقد المستقبلي ، يقترب سعر العمليات من السعر الفوري للأصل موضوع العقد ، وعند حلول فترة التسليم ، يكون سعر العمليات متساوياً أو قريباً جداً من السعر الفوري .

ولبيان لماذا يحدث ذلك ، أفترض أن سعر العمليات الأجلة أعلى من السعر الفوري أثناء فترة التسليم ، فإن هذا يعطى فرصة مضاربة واضحة للمتعاملين كما يلى :

- ١ - إما اتخاذ مركز قصير في عقد العمليات الأجلة .
- ٢ - أو شراء أصل .
- ٣ - اتمام التسليم .

ويؤدى هذا بالتأكيد إلى تحقيق ربح يساوى المبلغ الذى يتتجاوز به سعر العمليات الأجلة السعر الفوري ، وحينما يستغل المتعاملون فرصة المضاربة هذه ، يهبط سعر العمليات الأجلة ، وإذا افترضنا أن سعر العمليات أقل من السعر الفوري فى فترة التسليم ، فإن الشركات المهتمة بمتلك الأصل سوف تجد أنه من المغرى الدخول فى عقد مستقبلى طويلة ثم انتظار حدوث التسليم ، وعندما تفعل ذلك يميل سعر العمليات الأجلة للارتفاع .

• التسوية Settlement

عندما تطرح البورصة بدائل فيما يتعلق بمتى وأين وماذا سيتم تسليمه ، فإن الطرف ذو المركز القصير هو الذى يختار ، وعندما يصبح مستعداً للتسليم ، فيقوم الطرف ذو المركز القصير بارسال اشعار نية تسليم للبورصة ، ويكون السعر المدفوع عادة أحدث سعر تسوية (مع احتمال اجراء تعديل في ضوء نوعية

الأصل المختار ومكان التسليم) . وتقوم البورصة عندئذ باختيار طرف ذي مركز طويل متداول لقبول التسليم .

• التسوية النقدية Cash Settlement

بعض العمليات المالية الآجلة مثل تلك المدرجة على مؤشرات الأسهم يتم تسويتها نقداً ، ويعود ذلك إلى أنه من غير المناسب أو من المستحيل تسليم الأصل موضوع العمليات ، ففي حالة عقد العمليات المدرج على مؤشر ستاندر اند بورد S&P 500 - مثلاً - فإن تسليم الأصل موضوع العقد يعني تسليم محفظة مالية تضم 500 سهم ، وعندما تتم تسوية العقد نقداً يتم ترحيل قيد المكاسب والخسائر في نهاية آخر يوم تداول ويتم اعلان اغلاق كافة المراكز ، وُسعر التسوية في يوم التداول الأخير يتم تحديده بحيث يساوى سعر الأغلاق الفوري للأصل موضوع العقد ، حيث أن ذلك يضمن تقارب أو التقاء سعر العمليات الآجلة مع السعر الفوري .

والاستثناء لقاعدة أن سعر التسوية في آخر يوم تداول يساوى سعر الأغلاق الفوري هو عقد العمليات المدرج على مؤشر S&P 500 فهو يبني سعر التسوية النهائية على سعر افتتاح المؤشر في الصباح التالي لأخر يوم تداول . والغرض من هذا الاجراء هو تفادى بعض المشكلات المرتبطة بحقيقة أن العمليات الآجلة المدرجة على مؤشرات الأسهم ، وخيارات البيع/شراء الآجل المدرجة على مؤشرات الأسهم ، تنتهي صلاحيتها في نفس اليوم ، ويتخذ المضاربون في الغالب مراكز كبيرة متقابلة في هذه العقود الثلاثة وقد تحدث فوضى في التداول وحركات سعرية كبيرة قرب نهاية يوم ما لإنتهاء الصلاحية لأنهم يحاولون إنهاء مراكزهم ، وقد صافت وسائل الاعلام

مصطلاح : Triple Witching Hour لوصف التداول خلال آخر ساعة في يوم إنتهاء السريان أو الصلاحية .

• التنظيم :

يتم تنظيم أسواق العقود المستقبلية في الولايات المتحدة حالياً فيدراليًّا بواسطة لجنة تداول العمليات الآجلة السلعية (CFTC) والتي أنشئت عام 1974، وهذه الهيئة مسؤولة عن أجازة بورصات العمليات الآجلة والموافقة على العقود حيث يجب الموافقة على كافة العقود الجديدة والتغيرات التي يتم إدخالها في العقود القائمة من جانب (CFTC) ولكن تتم الموافقة يجب أن يكون للعقد غرض اقتصادي نافع ، ويعنى ذلك عادة خدمة حاجات المتداولين والمضاربين على حد سواء .

وترعى CFTC المصلحة العامة فهي مسؤولة عن ضمان ابلاغ الجمهور بالأسعار وأن متداولي العمليات الآجلة يبلغون عن مراكزهم المتداولة إذا تجاوزت مستويات معينة ، كذلك تقوم CFTC باجازة كل الأفراد الذين يعرضون خدماتهم على الجمهور في مجال العمليات الآجلة ، حيث يتم التتحقق من خلفيات هؤلاء الأشخاص وتحديد متطلبات رأسمالية دنيا بالنسبة لهم ، وتعامل اللجنة مع شكاوى الجمهور وتعمل على اتخاذ إجراءات تأديبية ضد الأفراد حينما يكون ذلك مناسباً ، وهي تمتلك سلطة إجبار البورصات على اتخاذ إجراء تأديبي بحق الأعضاء الذين يخالفون قواعد البورصة .

وفي عام 1982 تم تشكيل الاتحاد القومي للعمليات الآجلة (NFA) وأدى ذلك إلى تحويل بعض المسؤوليات المنطقية إلى CFTC إلى صناعة العمليات الآجلة نفسها و NAF هي منظمة تضم أفراد عاملين في صناعة العمليات الآجلة (صناعة المستقبليات) ، وهدفها منع الغش والنصب والتدليس وضمان عمل

السوق بما يحقق صالح الجمهور ، ويشترط الاتحاد القومي للعمليات الآجلة (أو المستقبلية) لنيل عضويته أن يجتاز العضو اختباراً يعقد لذلك ، وهو مخول سلطة مراقبة التداول واتخاذ اجراءات تأدبية حينما تقتضي الأمور ذلك ، وقد أقام NAF نظاماً كفؤاً للتحكيم في المنازعات التي تنشأ بين الأفراد وأعضائه .

وبين الحينة والحينية قامت جهات أخرى مثل لجنة بورصة الأوراق المالية (Sec) ومجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة الأمريكية بالطالبة بحقوق احتسابية فيما يتصل ببعض جوانب تداول العمليات الآجلة ، هذه الهيئات معنية بتأثيرات تداول العمليات المستقبلية على الأسواق الفورية للأوراق المالية مثل الأسهم وأذون الخزانة ، وسندات الخزانة ، ويتحقق ذلك لجنة بورصة الأوراق المالية Sec الآن ممارسة حق الشيكو بخصوص الموافقة على عقود العمليات الآجلة الجديدة المدرجة على مؤشرات الأسهم أو السندات ، ومع ذلك فالمسؤولية الأساسية عن كافة العمليات الآجلة (المستقبلية) وخيارات البيع/ الشراء الآجل لها تقع على عاتق CFTC .

• مخالفات التداول Trading Irregularities

في معظم الأوقات تعمل أسواق العمليات المستقبلية الآجلة بكفاءة وبما يحقق الصالح العام ، ومع ذلك فمن وقت لاخر تبرز بعض مخالفات التداول إلى النور ، ويحدث أحد أنواع المخالفات في التداول عندما تحاول مجموعة من المستثمرين محاصرة السوق "Corner the Market" حيث تتخذ مجموعة المستثمرين مركزاً ضخماً طويلاً في العمليات الآجلة وتحاول أن تمارس بعض السيطرة على المعروض من السلعة موضوع العمليات، ومع اقتراب موعد استحقاق عقود العمليات الآجلة لا تنهي المجموعة مركزها وقد يتجاوز عدد عقود العمليات المتداول كمية السلعة المتاحة للتسليم ، ويدرك حائزو المراكز القصيرة

أنهم سيجدون صعوبة في التسليم لذلك يتلهفون بشدة على إنهاء مراكزهم . فتكون النتيجة حدوث ارتفاع هائل في أسعار العمليات الآجلة والأسعار الفورية والجهات المنظمة تتعامل عادة مع هذا النوع من المخالفات بزيادة متطلبات الهامش وفرض حدود ومراكز أكثر صرامة ، وحظر عمليات التداول التي تزيد من المركز المفتوح لضارب ما ، وإجبار المشاركين في السوق على إنهاء مراكزهم .

ومن الممكن أن تتضمن أنواع المخالفات الأخرى المتداولين في قاعة البورصة، وقد سلطت الأضواء الإعلامية على هذه الأنواع في أوائل عام 1989 عندما أعلن أن FBI أجرت تحقيقاً لمدة عامين باستخدام وكلاء مباحث بشأن التداول في مجلس شيكاغو للتجارة وبورصة شيكاغو التجارية ، وقد تم إجراء التحقيق بناء على شكوى تقدمت بها مؤسسة زراعية كبرى وجاء في الشكوى أن التجار يبالغون في تقاضي الرسوم من الزبائن ، ولا يدفعون للزبائن عنائد المبيعات بالكامل ويستخدمون معرفتهم بأوامر الزبائن في إجراء عمليات التداول لحسابهم ومن أجل أنفسهم .

• التحوط باستخدام العمليات الآجلة Hedging Using Futures

يمكن للشركة التي تعرف أنها ستبيع أصل ما في وقت معين في المستقبل أن تتحوط باتخاذ مركز قصير في عمليات آجلة ويعرف هذا باسم «تحوط المركز القصير» Short Hedge « وإذا هبط سعر الأصل لا يكون ذلك في مصلحة الشركة عند بيعها للأصل ولكنها تحقق مكسب من وراء المركز القصير في العمليات الآجلة ، أما إذا ارتفع سعر الأصل فإن الشركة تكسب من بيع الأصل ولكنها تحقق خسارة في مركز العمليات الآجلة ، وبالمثل فإن الشركة التي تعرف أنها ستشتري أصلاً ما في المستقبل تستطيع التحوط عن طريق اتخاذ مركز طويل في العمليات الآجلة ويعرف هذا باسم التحوط الطويل ومن المهم معرفة أن

التحوط باستخدام العمليات الآجلة لا يحسن بالضرورة الناتج المالي الإجمالي ، بل يمكننا في الواقع أن نتوقع أن يجعل تحوط ما بالعمليات الآجلة الناتج أسوأ بنسبة 50% من الوقت أن ما يفعله هذا النوع من التحوط هو الأقل من المخاطرة عن طريق جعل الناتج أكثر تكداً .

ويوجد عدد من الأسباب التي تجعل التحوط باستخدام عقود العمليات الآجلة لا يسير على ما يرام تماماً في الواقع العملي وتشمل :

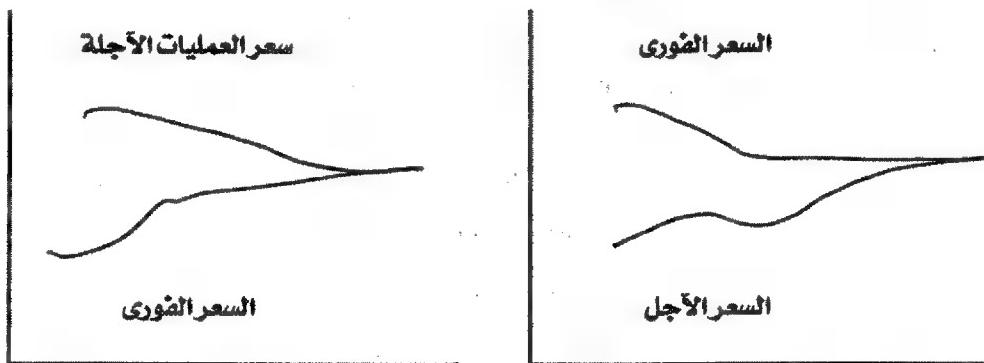
- *- الأصل المراد حماية سعره قد لا يكون هو نفس الأصل موضوع العقد المستقبلي بالضبط .
- *- قد لا يكون المتحوط متاكداً من موعد شراء أو بيع الأصل بالضبط .
- *- قد يتطلب التحوط إنهاء عقد العمليات الآجلة قبل تاريخ إنتهاء صلاحيته بفترة .

وقد أدت هذه المشكلات إلى نشوء ما يعرف باسم مخاطرة الأساس "Basis Risk" والتي سبق الإشارة إليها .

• مخاطرة الأساس :

الأساس في موقف التحوط يعرف على النحو التالي :

الأساس = السعر الفوري للأصل المراد حمايته - سعر العمليات الآجلة للعقد المستخدم
وإذا كان الأصل المراد حمايته والأصل محل العقد المستقبلي واحداً ، فإن الأساس ينبغي أن يكون صفرأً عند موعد إنتهاء سريان عقد العمليات الآجلة قبل إنتهاء السريان ومثمناً يتضح من الشكل التالي :



سعر العمليات الآجلة أقل من السعر الفوري

شكل يوضح العلاقة بين السعر الآجل والسعر الفوري

عند اقتراب شهر التسليم

وعندما يزيد السعر الفوري بمبلغ أكثر من السعر الآجل يزيد الأساس، ويشار إلى ذلك بتقوية الأساس Strengthening of the Basis أما عندما يزيد السعر الآجل بأكثر من السعر الفوري فإن الأساس يتناقص ويشار إلى ذلك بأضعاف الأساس The Basis Declines ولبحث طبيعة مخاطرة الأساس سوف نستخدم الرموز التالية :

T_1 = السعر الفوري في الوقت 1

T_2 = السعر الفوري في الوقت 2

T_1 = السعر الآجل في الوقت 1

T_2 = السعر الآجل في الوقت 2

b_1 = الأساس في الوقت 1

b_2 = الأساس في الوقت 2

سوف نفترض أن تحوطاً قد تم إنشاؤه في الوقت T_1 وانهائه في الوقت T_2 . وكمثال على ذلك سوف نفترض حالة كان فيها السعر الفوري والسعر الآجل 2.50 دولار و 2.20 دولار على التوالي عند بدء التحوط ، وأن وقت إنتهاء التحوط كان السعران 2.00 دولار و 1.90 دولار على التوالي ، وهذا يعني أن :

$$S_1 = 2.50$$

$$F_1 = 2.20$$

$$S_2 = 2.00$$

$$F_2 = 1.90$$

ومن واقع تعريف الأساس كما سبق فإن :

$$b_1 = S_1 - F_1$$

$$b_2 = S_2 - F_2$$

$$\text{إذن } .30 = b_1 \text{ و } .10 = b_2$$

تأمل أولاً حالة شخص متحوط يعرف أن الأصل سوف يباع في الوقت T_2 ويتخذ مركزاً قصيراً في عقد مستقبل في الوقت T_1 فإن السعر المحقق للأصل هو S_2 والربح على مركز العمليات الآجلة هو $F_2 - F_1$ ولذلك يكون الربح الفعلي المحقق للأصل مع التحوط هو :

$$S_2 + F_1 - F_2 = F_1 + b_2$$

وهذا هو نفس التعبير السابق : أنه 2.30 دولار في المثال . قيمة F_1 معلومة في الوقت T_1 والجد b_2 يمثل مخاطرة الأساس وفيما يتعلق بالأصول الاستثمارية مثل العملات ومؤشرات الأسهم والذهب والفضة ، تمثل مخاطرة الأساس إلى أن تكون صغيرة نوعاً ما ، ويرجع ذلك إلى أن مجادلات المضاربة تؤدي إلى علاقة جيدة التحديد بين سعر العمليات الآجلة والسعر الفوري للأصل الاستثماري .

وتنشأ مخاطرة الأساس المتصلة بأسعار الاستثماري ما أساساً من عدم التأكيد المتعلق بمستوى سعر الفائدة عديمة المخاطرة وعائد الأصل في المستقبل ، وفي حالة سلعة مثل البترول والذرة أو النحاس يمكن أن يؤدي عدم التوازن بين العرض والطلب والصعوبات المرتبطة بتخزين السلعة أحياناً إلى تباينات كبيرة في الأساس ومن ثم مخاطرة أساس أكبر بكثير .

والأصل الذى يترتب عليه تعرض المتحوط للمخاطرة يختلف أحياناً عن الأصل موضوع التحوط ، وتكون مخاطرة الأساس عندئذ أكبر عادة ، وعرفت S_2^* على أنها سعر الأصل موضوع عقد العمليات الآجلة في الوقت T_2 ، وكما حدث من قبل S_2 هي سعر الأصل موضوع التحوط في الوقت T_2 وعن طريق التحوط تضمن الشركة أن السعر سوف يدفع (أو يحصل) نظير الأصل هو

$$S_2 + F_1 - F_2$$

ويمكن كتابتها بالصورة التالية :

$$F_1 + [S_2^* - F_2] + [S_2 - S_2^*]$$

ويتمثل الحدان $(S_2^* - F_2)$ و $S_2 - S_2^*$ مكونى الأساس فالحد $S_2^* - F_2$ هو الأساس الذى سيوجد إذا كان الأصل الجارى حمايته هو نفس الأصل موضوع عقد العمليات الآجلة ، أما الحد $S_2 - S_2^*$ فهو الأساس الناشئ من الفرق بين الأصلين .

لاحظ أن مخاطرة الأساس يمكن أن تؤدى إلى تحسين أو تدهور متحوط ما، ولنأخذ مثلاً التحوط القصير ، إذا قوى الأساس بشكل غير متوقع ، يتحسن مركز التحوط ، أما إذا ضعف الأساس بشكل غير متوقع ، بسوء مركز التحوط، ويحدث العكس بالنسبة للتحوط الطويل .

٤ اختيار العقد

هناك عامل واحد رئيسي مؤثر على مخاطرة الأساس وهو اختيار عقد العمليات الآجلة والذى سيتم استخدامه في التحوط ولهذا الاختيار مكونان :

- ١ - اختيار الأصل موضوع عقد العمليات الآجلة .
- ٢ - اختيار شهر التسليم .

فإذا كان الأصل الجارى حمايته مطابق تماماً للأصل موضوع عقد العمليات الأجلة يكون اختيار الأول سهل عموماً ، وفي الظروف الأخرى ، يكون من الضرورى إجراء تحليل متأنى لتحديد أي عقود العمليات الأجلة المتاحة لها أسعار عمليات مرتبطة بشكل وثيق بسعر الأصل الجارى حمايته .

أما اختيار شهر التسليم فمن المحتمل أن يتأثر بعده عوامل ، فقد يفترض أنه عندما يوافق موعد انتهاء سريان التحوط شهر تسليم ما ، فإنه يتم اختيار العقد الذى له شهر التسليم ذاك ، والواقع أن العقد ذا شهر تسليم لاحق يتم اختياره عادة فى هذه الظروف ، ويعود ذلك إلى أن أسعار العمليات الأجلة تكون فى بعض الأحيان متقلبة جداً فى شهر التسليم ، كذلك يواجه المتحوط ذو المركز الطويل مخاطرة تسلم الأصل المالى إذا احتفظ بالعقد أثناء شهر التسليم ، وهذا الأمر يمكن أن يكون مكلفاً وغير مناسب .

ويوجه عام تزيد مخاطرة الأساس مع ازدياد الفرق الزمنى بين موعد إنتهاء سريان التحوط وشهر التسليم، ولذلك فالقاعدة هي اختيار شهر تسليم يكون أقرب ما يمكن إلى تاريخ إنتهاء التحوط ، افترض أن شهور التسليم هي مارس ويونيو وسبتمبر وديسمبر بالنسبة لعقد معين ، وبالنسبة لمواعيد إنتهاء سريان التحوط في ديسمبر ويناير وفبراير ، يتم اختيار عقد مارس ، وإذا كانت مواعيد إنتهاء سريان التحوط مارس وأبريل ومايو ، يتم اختيار عقد يونيو وهكذا .

وتفترض هذه القاعدة وجود سيولة كافية في كافة العقود لتلبية متطلبات المتحوط ، أما في الواقع العملى فتميل السيولة إلى أن تكون في أقصى درجاتها في عقود العمليات ذات الاستحقاق القصير ، ولذلك ففي بعض المواقف قد يميل المتحوط إلى استخدام العقود ذات مدد الاستحقاق القصير وإجراء عملية Rolling Forward .

مثال:

افترض أن اليوم أول مارس وأن شركة أمريكية تتوقع الحصول على 50 مليون ين ياباني في نهاية يوليو، وشهر التسليم الخاص بالعقود المستقبلية بالين الياباني في بورصة شيكاغو هي مارس ويونيو وسبتمبر وديسمبر ويتعلق أحد العقود بتسليم 12.5 مليون ين ياباني، ولذلك تتخذ الشركة مركزاً قصيراً في أربعة عقود مستقبلية بالين الياباني لشهر سبتمبر في 1 مارس، وعند استلام الين في نهاية شهر يوليو تنتهي الشركة مركزها، نحن نفترض أن سعر العمليات الآجلة في 1 مارس بالسترات للين الواحد هو 78، وأن السعر الفوري وسعر العمليات عند إنتهاء العقد هما 72. و 725. على التوالي، ويعنى هذا أن الأساس يساوى - 0.005 عند إنتهاء العقد.

والسعر الفعلى المتحصل عليه بالسترات للين الواحد هو السعر النهائي الفوري زائد المكسب من العمليات الآجلة :

$$0.72 + 0.055 = 0.7750$$

ويمكن أيضاً كتابة ذلك في صورة السعر الآجل المبدئي زائد الأساس النهائي.

$$0.7800 - 0.0050 = 0.7750$$

وتحصل الشركة على ما مجموعه $50 \times 0.00775 = \$387500$ مليون دولار أو

مثال:

بافتراض أن اليوم هو 8 يونيو وتعلم شركة ما أنها ستحتاج إلى شراء 20 ألف برميل من البترول الخام في وقت ما في أكتوبر أو نوفمبر ويتم تداول عقود عمليات البترول حالياً للتسليم في كل شهر في بورصة نيويورك وحجم العقد

1000 برميل ، ولذلك تقرر الشركة استخدام عقد ديسمبر في التحوط وتنفذ مركزاً طويلاً في عقود 20 ديسمبر ، السعر الآجل في 8 يونيو هو 18 دولار للبرميل الواحد ، وتجد الشركة أنها جاهزة لشراء البترول الخام في 10 نوفمبر فتنتهي العقد الآجل في ذلك التاريخ ، والسعر الفوري والسعر الآجل في 10 نوفمبر هما 20 دولار للبرميل الواحد و 19.10 للبرميل الواحد على التوالي وبذلك الأساس هو 0.90 دولار ، السعر الفعلى المدفوع هو 18.90 دولار أو ما مجموعه 318000 ، ويمكن احتساب ذلك على أنه السعر الفوري النهائي البالغ 20. دولار ناقص المكاسب من السعر الآجل البالغ 1.10 دولار أو السعر المستقبلي المبدئي البالغ 18 دولار زائد الأساس النهائي أي 90. دولار .

• العمليات المالية الآجلة Financial Futures

يقصد بالعمليات المالية الآجلة عقود مستقبلية لأصل مالى أو هي عقود مستقبلية على مؤشرات حقوق الملكية ، أو أوراق مالية ذات دخل ثابت (مثل السندات) والعملات ، وهى تعطى المستثمرين فرصة أكبر لضبط خصائص المخاطرة ، العائد الخاصة بمحافظتهم مالية ، وفي الأعوام الأخيرة أصبحت هذه المرونة ذات أهمية متزايدة حيث أصبحت أسعار الفائدة أكثر تقلباً ومع اتجاه المستثمرين للبحث عن تقنيات جديدة للتقليل من مخاطرة مراكز حقوق الملكية ، ويمكن القول أن التغيرات الجذرية التي حدثت في الأسواق المالية خلال الأعوام الـ 25 - 15 الماضية قد خللت حاجة حقيقة لأدوات مالية تسمح للمشترkin في السوق بالتعامل مع هذه التغيرات وإجراءات تداول العملات المالية الآجلة هي نفس إجراءات أي سلعة أخرى فيما عدا بعض الاستثناءات القليلة ، فعند تاريخ الاستحقاق يتم تسوية العمليات الآجلة المسجلة على مؤشر الأسهم نقداً لأنها من المستحيل أو غير العملى تسليم كافة الأسهم في مؤشر معين ،

وخلال عقود العمليات الأجلة التقليدية لا يوجد للعمليات الأجلة المسجلة على مؤشرات الأسهم حدوداً سعرية يومية (وان كان من الممكن فرضها) .

وسوف نقسم المناقشة التالية للعمليات المالية الأجلة إلى فئتين رئيسيتين للعقود وهما :

* عمليات أسعار الفائدة الأجلة .

* والعمليات الأجلة المدرجة على مؤشرات الأسهم .

وسوف نناقش أنشطة التغطية والمضاربة في كل فئة على حدة .

• عمليات أسعار الفائدة الأجلة، Interest Rate Future:

أسعار السندات متقلبة بدرجة عالية في الولايات المتحدة ، ويتعزز المستثمرون لتحركات مناوية في الأسعار ، والعمليات المالية الأجلة تسمح لحملة السندات وغيرهم من يتآثرون بأسعار الفائدة المتقلبة بتحويل المخاطرة ، ومن الأسباب الرئيسية للنمو في العمليات المالية المستقبلية أن مديرى المحافظ المالية والمستثمرون يحاولون حماية أنفسهم من التحركات المعاكسة في أسعار الفائدة ، والمستثمر المهتم بحماية قيمة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت يجب أن يدرس التأثير المحتمل لأسعار الفائدة على قيمة هذه الأوراق المالية .

والاليوم فإن الفرصة متاحة أمام المستثمرين ليدرسوا عدة عقود عمليات أسعار فائدة أجلة مختلفة يتم تداولها في البورصات المختلفة ، فيبورصة شيكاغو ميركانتايل للأوراق المالية (CME) تتداول العقود الخاصة بذون الخزانة وسعر LIBOR ذو الشهر الواحد وكذلك اليورو دولارات ، أما مجلس تجارة شيكاغو (CBT) فتتخصص في الأدوات ذات مدد الاستحقاق الأطول بما في ذلك السندات على الخزانة ، ذات مدد الاستحقاق التي تتراوح بين عامين وخمس سنوات .

ويصف الجدول (3-3) بعض عقود العمليات المستقبالية الخاصة بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت ، والعقود متاحة بمدد استحقاق مختلفة لسندات الخزانة الأمريكية وبوحدات تداول بقيمة 100 ألف دولار ، و 200 ألف دولار ، وسندات الخزانة بوحدات بقيمة 50 ألف دولار و 100 ألف دولار ، وأنون خزانة بوحدات تداول بقيمة 1 مليون دولار ، وأهم هذه العقود هي العقود الخاصة بسندات الخزانة الأمريكية .

جدول (3-3) خصائص عقود أسعار الفائدة الآجلة

النوع	مكان التداول	حجم العقد أو وحدة التداول	التقلبات الدنيا
سندات الخزانة	CBT	قيمة أساسية 100000 كوبين أو 8%	\$31.25 أو $\frac{1}{32}$
سندات الخزانة 10 سنوات	CBT	قيمة أساسية 100000	\$31.25 أو $\frac{1}{32}$
أنون الخزانة	CME	قيمة أساسية 1 مليون	نقطة أساس واحد أو 25 دولار
سندات خزانة 5 أعوام أو عامين	CBT	بقيمة أساسية 100000 أو 200000	\$31.25 أو $\frac{1}{32}$

CBT : مجلس شيكاغو للتجارة ، CME بورصة ميركتيل شيكاغو

• اطارات التداول

يدق جرس افتتاح التداول وتدب في أرجاء قاعة التداول بالبورصة فوضى منظمة بالكاد ، والعشرات من تجار العقود المستقبلية يصيرون ويلوحون بأيديهم في وجوه بعضهم البعض ، بينما يحاول أحد السماسرة أن يبيع عقود مستقبلية باللين الياباني للتجار المستقلين الملتقطين حوله وقد أحمرت وجنتاه ، ويقفز سمسرة

آخرون متشفون بسترات باللون الأحمر والأزرق والأخضر يقفزون عارضين عطاءات للعمليات الآجلة بالين الياباني بأى سعر ، وفي خلال دقائق معدودة ، تداعع آخر الأخبار الاقتصادية من واشنطن وقد كان بمثابة قنبلة ، فقد هبط الناتج الإجمالي القومى بحدة عن ربع السنة الآخر ، لقد حان فعلاً وقت الفزع فيرتفع الين ويهبط الدولار ، وقدرت الاستراتيجيات التى وضعت بعد جهد كبير وجهيد فى الليلة السابقة على الأرض ، مئات الدولارات تكسب وتتسرى فى ثوانى معدودة ، ويصدر التجار أصواتاً تشبه أصوات الحيوانات الحبيسة ، لقد بدأ يوم آخر من أيام بورصة شيكاغو ميركانتيل .

فهل هذا هو المكان المناسب لمستثمر أضافى ، بالقطع لا .

فى أفضل الأوقات كان المضارب الفرد فى سوق العقود المستقبلية مثل المقامر فى كازينو القمار ، توجد أمامه فرصة غير متكافئة لكسب المال فى تلك الأسواق ، فالظروف تحابى دائمًا الأسواق ، ولكن انتظر ، أن الأمر يزداد سوءاً حيث أنه فى مجال النشاط هذا تكون أفضل الأوقات قليلة ومتباudeة ، ويجد الأفراد أنفسهم فى معظم الأوقات فى مواجهة بنوك أو شركات كبرى ، فهذه المؤسسات لديها قدرة فورية على الوصول إلى المعلومات المحركة للسوق ، فضلاً عن أن عمليات التداول الخاصة بها والتى تبلغ قيمتها عدة ملايين من الدولارات تدفع غالباً فى الأسعار عالياً فى ثوانى معدودة ، ويكون ذلك غادة لمصلحتها ويجرى الفرد أيضاً التداول ضد مضاربين محترفين يمكنهم اتخاذ قرارات تداول فى أقل من الثانية بناء على التغيرات السعرية قبل أن يكون أمام الفرد الوقت ليرفع سماعة التليفون ويتصل بالسمسار ، مما السبب إذن فى أن هؤلاء المضاربين المحترفين على استعداد لدفع عدة مئات من الآف الدولارات مقابل «مقعد» فى الصف الأول - أو عضوية - فى إحدى البورصات ؟

العمولات والرافعة المالية Commissions and Leverage

أضافة للأسباب السابقة تجهز العمولات المرتفعة والرافعة المالية الهائلة على معظم المضاربين من العامة ، وحيث أن العقود المستقبلية تنتهي كل بضعة شهور تباع المراكز وتشتري باستمرار ، وفي الغالب على أساس يومي ، ويعلن عن العمولات في كل عملية تداول ، ومن المأمول أن تلتقطهم رسوم العمولات حقوق الملكية في حساب عمليات آجلة لفرد ما خلال أقل من عام واحد .

- علامة على ذلك يمكن للأفراد أن يشتروا أو يبيعوا العقود بعرض 5% أو أقل من قيمة العقد ، ويعطيهم ذلك رافعة هائلة عندما يراهنون بشكل صحيح على أسعار العملات الآجلة ، غير أن مثل هذه الهوامش الضئيلة يمكن أن تمحي في ثوان معدودة إذا حدث تقلب في الأسعار .

ومع ذلك فعشرات الآلاف من المستثمرين يتواجدون على أسواق العملات الآجلة يومياً ، وبعدهم يبيع أو يشتري العملات الآجلة لتغطية شيئاً يملكونه ، أنهم يضاربون ببساطة على اتجاه سعر السلعة سواء من المزارع المجهد في منطقة معينة والذي يعرف أن أسعار الذرة سوف تنها ، إلى السباق في منطقة أخرى ، وهذا ينجذب الأفراد إلى سوق العقود المستقبلية ، على أية حال ، شخص ما ينبغي أن يفوز .. واللعب يكلف قليلاً جداً .. فقط إذا كان بتلك السهولة ، والدراسات الأكاديمية التي يعود تاريخها إلى الأربعينيات تخلص إلى أن غالبية المضاربين من الأفراد في أسواق العقود المستقبلية يخسرون نقوداً ، في دراسة أجريت عام 1987 ، خلصت إلى أنه بعد تحليل لمدة 4 سنوات من تداول العملات الآجلة إلى أن عدداً هائلاً من صغار المضاربين وكذلك العديد من المضاربين المحترفين قد خسروا نقودهم في عمليات تداول العقود المستقبلية ، أما الشركات مثل شركات الغلال الكبيرة التي استخدمت الأسواق لتحمي مخزونها أو التزاماتها البيعية فقد كانت هي الفائزة باستمرار .

وفي دراسة متابعة نشرت في يناير بواسطة مجلة جامعة شيكاغو لللاقتصاد السياسي ، فقد خلصت الدراسة الذي يعمل الآن مستشاراً مالياً إلى أن مقدرات وثروات تجار العمليات الآجلة من الأفراد تتحدد بالحظ والمصادفة وليس بالقدرة على المضاربة .

٤. قراءة في العروض السعرية:

توضيحاً لنظام العروض السعرية الخاص بالعمليات الآجلة ذات أسعار الفائدة ، يبين الجدول (3-4) بعض عروض الأسعار الافتراضية الخاصة بعقد سند الخزانة في مجلس شيكاغو للتجارة (CBT) والقصد من هذه العروض السعرية الوهمية هو فقط توضيح العلاقات الموجودة في صورتها النموذجية ، قيمة العقد 100000 دولار ، والعرض السعرية عبارة عن نسب مئوية لسعر التعادل ، وحيث أن نقطة واحدة $\frac{1}{32}$ دولار فإن $\frac{1}{32} \times 31.25$ تساوى 0.975 و بذلك يكون سعر $\frac{16}{32} = 75.50$ مساوياً لـ 75.50 ، ويشير جدول (3-4) إلى وجود 8 شهور مختلفة لسند الخزانة تغطي فترة ستين تقريباً لأن العقد الأول - وهو في ديسمبر - كان يمكن أن يشتري قبل ذلك الشهر .

وفي هذا المثال التوضيحي كان سعر الافتتاح الخاص بعقد عمليات ديسمبر 74 من سعر التعادل ، وقد تم التداول في حدود $\frac{20}{32} = \frac{74}{32}$ واستقر على $\frac{25}{32} = 74$ وهو ما يترجم إلى عائد قدر 11.816 ، لاحظ أن التغيير في السعر $(+ \frac{8}{32})$ يقابل التغيير في العوائد $(- 0.042)$ وفي كلتا الحالتين تقاس التغيرات من واقع متغيرات اليوم السابق .

جدول (3-4)

عوض أسعار افتراضية في يوم واحد مدد

استحقاق مختلف لعقود عمليات آجلة

	سعر الفتح	السعر المرتفع	السعر المنخفض	تسوية	تغير	التغير في تسوية العائد	صافي المركز المتوفّح
ديسمبر 1990	74-20	74-30	74-20	74-25	+ 8	11.816-042	100845
مارس 1991	74-06	74-13	74-03	74-07	+ 8	11.911-041	24566
يونيو	73-28	73-31	73-21	73-25	+ 8	11.985-042	10548
سبتمبر	73-13	73-16	73-09	73-13	+ 8	12.049-042	12563
ديسمبر	72-32	73-06	72-30	73-03	+ 8	12.103-043	8576
مارس 1992	72-22	72-30	72-23	72-27	+ 8	12.146-042	7283
يونيو	72-15	72-23	72-16	72-20	+ 8	12.184-042	4801
	72-12	72-17	72-10	72-14	+ 8	12.217-042	702

• التحوط باستخدام عمليات أسعار الفائدة الآجلة،

نبتّح الآن مثلاً لاستخدام عمليات أسعار الفائدة الآجلة لحماية أو تغطية مركز استثماري . من الواضح أنه من الممكن بناء أمثلة أخرى لجهات متعاملة مختلفة - مثل مؤسسة ما أو مؤسسة مالية - وأدوات مالية مختلفة ، وسيناريوهات متنوعة لعمل الجهة القائمة بالتحوط ، أن الهدف ببساطة هو توسيع المفاهيم الأساسية .

• التحوط القصير،

افتفرض أن مستثمراً لديه محفظة أوراق مالية تضم سندات ويرغب في حماية

قيمة مركزه ، هذا النوع من التحوط يشار له أحياناً باسم Inventory Hedge .

مثال (3-4) :

يحتفظ مدير صندوق للمعاشات بسندات خزانة بقيمة 1 مليون دولار بنسبة 11.75% ويحل موعد استحقاقها في شهر 10 عام 2005 ويخطط المدير لبيع السندات خلال 3 شهور من الآن (1 يونيو) ولكن يرغب في حماية قيمة السندات من الارتفاع في أسعار الفائدة ، وحيث أن هناك أصول مملوكة (مركز طويل) فإن يتم استخدام التحوط القصير .

ومن أجل حماية المركز القصير يتحوط المدير عن طريق البيع على المكتشوف في سوق العمليات الآجلة ، وكما يتضح من الجدول (3-5) يبيع المدير 10 عقود خاصة بسبتمبر (حيث أن كل عقد يساوي 100000 دولار) بسعر جاري قدره 06 - 83 . وفي هذا المثال ترتفع أسعار الفائدة فتحقق خسارة على الجانب النقدي (أى في أسعار السندات المملوكة في السوق النقدية) ومكاسب على جانب العمليات الآجلة (أى أن المدير يستطيع أن يغطي المركز القصير بسعر أقل فينتج عن ذلك ربح) .

وبذلك يوازن مركز العمليات الآجلة أو يعوض 67% من خسارة السوق النقدية .

جدول (3-5)

مثال للتحوطات باستخدام عمليات أسعار الفائدة الآجلة، التحوط القصير

السوق المستقبلية	السوق النقدية
<p>تحوط قصير :</p> <p>بيع 10 عقود سندات خزانة آجلة بسعر 83-06</p>	<p>1 يونيو</p> <ul style="list-style-type: none"> * إمتلاك سندات خزانة بـ 11 مليون دولار بفائدة $\frac{3}{4} 11\frac{3}{4}$% و تستحق أكتوبر 2005 * السعر السوقى الجارى 117-23 (العائد 9.89%)
<p>1 سبتمبر</p> <p>شراء 10 عقود سندات خزانة بسعر 74.09</p> <p>* المكسب \$ 89062.50</p>	<p>1 سبتمبر</p> <p>بيع بـ 1 مليون دولار سندات $\frac{3}{4} 11\frac{3}{4}$% بسعر 104-12 (العائد 11.25%)</p> <p>* الخسارة \$ 133437.50</p>

لقد أمكن للمدير في المثال السابق أن يعوض 67% من خسارة السوق النقدية لأن عقد سندات الخزانة قائم على سندات بكوبونات بنسبة 8% على حين أن المدير كان يحتفظ بسندات سعر فائدتها 11.75% والقيمة الدولارية للسندات ذات قيمة الكوبون الأعلى تتغير بمقدار دولارى أكبر من القيمة الدولارية للسندات ذات قيمة الكوبون الأقل عند حدوث أي تغيير في العوائد ، ومن طرق التغلب على هذا الفرق تنفيذ تحوط قصير « مرجع » وتسوية أو تعديل عدد عقود العمليات الآجلة المستخدمة في حماية المركز النقدى ، ويتبين من بيانات الجدول

(3-5) أن بيع 14 عقداً من عقود سبتمبر سوف يعوض 93.4% من خسارة السوق النقدية.

لاحظ أن المكاسب البالغ 89062.25 قد تم حسابه كما يلى :

مكاسب كل عقد حسب كالتالى :

$$\begin{array}{r} 6 \\ \hline 83 - 32 = 51 \\ \hline 29 \\ \hline 32 \end{array}$$

أو بنسبة 8.90625 ويضرب هذه النسبة لكل عقد في عدد العقود وقدر 10 عقود ينتج لنا المكاسب الإجمالية 89062.50 .

• أنواع التحوط الأخرى :

يعد التحوط الحدسى (المبني على توقعات) Anticipatory Hedge أسلوباً بديلاً للتحوط ، ويقوم المستثمر وفقاً له بشراء عقد عمليات آجل (عقد مستقبلي) كبديل لشراء الورقة المالية موضوع العمليات الآجلة ، وفي وقت معين في المستقبل سوف يشتري المستثمر الورقة المالية ويباع عقد العمليات الآجلة ، وينتتج عن ذلك سعر صافى لمركز الورقة المالية في النقطة الزمنية المستقبلية يساوى السعر المدفوع نظير الورقة المالية ناقص المكاسب أو الخسارة المتولدة من مركز العقد المستقبلي .

تأمل حالة مستثمر يرغب في شراء أصل ذى فائدة الآن ، ولكن لن يتوافر لديه نقد لمدة 3 شهور ، فإذا هبطت أسعار الفائدة سوف يتكلف الأصل أكثر في تلك النقطة الزمنية وعن طريق شراء عقد عمليات آجلة خاص بالأصل الآن - كوسيلة للتحوط - يستطيع المستثمر أن يقييد (Lock) سعر الفائدة المتضمن بواسطة عقد أسعار فائدة آجل

وقد يكون ذلك بدائل جيد لعدم القدرة على تقدير سعر الفائدة الجاري بسبب الافتقار إلى الأموال اللازمة لذلك ، وفي ختام هذه المعاملة سوف يدفع المستثمر سعراً صافياً يعكس السعر النقدي الخاتمي ناقص مكاسب العقد المستقبلي . الواقع أن مكسب العقد المستقبلي يزيد من معدل العائد المكتسب من وراء الأصل ذى سعر الفائدة .

• المضاربة باستخدام عمليات أسعار الفائدة الآجلة،

قد يرغب المستثمرون في المضاربة بعمليات أسعار الفائدة الآجلة والتحوط عن طريقها أيضاً ، ولكن يفعلوا ذلك يجري المستثمرون تقييماً للتحركات المحتملة في أسعار الفائدة ويتخذون مركز عمليات آجلة مناظر لهذا التقييم ، وإذا توقع المستثمر أن يحدث ارتفاع في أسعار الفائدة الآجلة لأن الارتفاع في أسعار الفائدة سوف يخفض أسعار السندات ومن ثم سعر عقد العمليات الآجل المتعلقة بسعر الفائدة الخاص بها ، وبيع المستثمر عقداً متوقعاً أن يعود شراؤه فيما بعد بسعر أقل .

وبالطبع فإن الانخفاض في أسعار الفائدة سوف يتربّط عليه خسارة المستثمر حيث أن سعر السندات سوف يرتفع .

• مثال (3-5) :

افترض أنه في نوفمبر يعتقد أحد المضاربين أن أسعار الفائدة سوف ترتفع خلال الأسبوعين التاليين ويرغب في تحقيق ربح من وراء هذا التوقع ، يستطيع المستثمر في هذه الحالة أن يبيع عقد واحد لعمليات سندات خزانة (ديسمبر) آجلة التسليم بسعر 90-20 مثلاً ، وبعد أسبوعين هبط سعر هذا العقد إلى 88-24 بسبب ارتفاع أسعار الفائدة ، أن هذا المستثمر سوف يكسب $\frac{28}{32}$ أو 1.875 دولار.

كل $\frac{1}{32}$ تساوى 31.25 دولاراً ، ويمكنه أن ينهى أو يعلق هذا المركز عن طريق شراء عقد مطابق .

أن فائدة عمليات أسعار الفائدة الآجلة كبيرة بالنسبة لانتهاج مثل هذه الاستراتيجية ، والمضارب الذي يرغب في اتخاذ مركز قصير في السندات لا يمكنه أن يفعل ذلك بسهولة في السوق النقدية (سواء مالياً أو آلياً) وهنا توفر عمليات أسعار الفائدة الآجلة هذه الامكانية بسهولة .

وعلى نحو مماثل ، يمكن للمستثمرين أن يضاربوا على هبوط أسعار الفائدة بشراء عمليات أسعار الفائدة الآجلة ، فإذا تحقق الهبوط سوف ترتفع أسعار السندات وقيمة عقد العمليات الآجلة ، ونظراً للرافعة المالية التي ينطوي عليها ذلك ، يمكن أن تكون المكاسب كبيرة ، بيد أن الخسائر يمكن أن تكون كبيرة أيضاً إذا تحركت أسعار الفائدة في الاتجاه الخاطئ .

• العمليات الآجلة المدرجة على مؤشرات الأسهم SIF (Stock - Index Futures)

تم البدء في تداول هذه العمليات في عام 1982 بخلق عدة عقود بسرعة ورغم أن العمليات الآجلة لمؤشرات الأسهم SIF غير متاحة فيما يتصل بالأسهم الفردية مثل حالة عقود اختياريات الشراء/البيع الآجل ، يستطيع المستثمرون تداول عقود العمليات الآجلة على المؤشرات السوقية الرئيسية مثل مؤشر بورصة نيويورك المركب ومؤشر S&P 500 ويكون حجم العقد بالنسبة لكل واحدة من هذه المؤشرات هو 500 دولار مضموناً في مستوى المؤشر .

والعقود متاحة أيضاً على مؤشر السوق الرئيسية المؤلفة من 20 سهم Blue-Chips التي يتمثل الغرض منها في تتبع متوسط داو جونز الصناعي وعلى متوسط نيكى 225 للأسهم (السوق اليابانية) وبعد عقد S & P 500 أكثر عقود العمليات الآجلة المدرجة على مؤشرات الأسهم شعبية .

ولا يكون التسليم مسموحاً به في حالة عقود مؤشرات الأسهم الآجلة (SIF) وذلك لأن هذا الأمر غير عملي ، وبدلاً من ذلك يتم تسوية كل عقد متبقى نقداً في تاريخ التسوية عن طريق اتخاذ مركز موازن أو مقابل باستخدام سعر المؤشر ذات الصلة .

وتقدم عقود المؤشرات السوقية الآجلة SIF للمستثمرين فرصة التصرف بناء على آرائهم الاستثمارية بشأن الاتجاه المستقبلي للسوق ، فلا حاجة بهم إلى اختيار أسهم فردية . علوة على ذلك فإن المستثمرين القلقين بشأن الاحتمالات السوقية غير المواتية على المدى القصير ولكن المتفائلون مع ذلك بشأن الامكانيات المستقبلية على المدى الأطول يمكنهم أن يحموا أنفسهم عن طريق بيع SIF (مؤشرات الأسهم الآجلة) .

• التحوط باستخدام SIF

يتحوط مستثمرو الأسهم العادي باستخدام العمليات المالية الآجلة لنفس الأسباب التي تجعل مستثمرو الدخل الثابت يستخدمونها .

ومستثمرون - سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات - يمكنهم أن يحتفظوا بمحفظة أسهم كبيرة معرضة لخطرة السوق الإجمالية - أي إلى مخاطرة منتظمة - وعقد العمليات الآجلة يمكن المستثمر من نقل بعض أو كل المخاطرة إلى أولئك الراغبين في تحملها ، وقد أتاحت SIF فرصاً جديدة وغير مكلفة نسبياً أمام المستثمرين ليديروا المخاطرة السوقية من خلال التحوط .

ويلاحظ أن المخاطرة المتصلة في الأسهم العادي تنقسم إلى نوعين رئيسيين هما : المخاطرة المنتظمة والمخاطرة غير المنتظمة ، ويمكن من خلال التنويع القضاء على معظم أو كل المخاطرة غير المنتظمة في محفظة أوراق مالية

ما ، ولكن لا يمكن القضاء على المخاطرة المنتظمة ، ورغم أن المستثمر يمكنه أن يعدل البيتا (مقياس للمخاطرة) الخاصة بمحفظة الأوراق المالية تحسباً لحدوث ارتفاع أو هبوط سوقى لا يكون ذلك حلاً مثالياً بسبب التغيرات التى قد تكون مطلوبة فى تركيبة محفظة الأوراق المالية .

ويستطيع المستثمرون استخدام العمليات المالية الآجلة المدرجة على مؤشرات أسواق الأسهم للتحوط من هبوط السوق الإجمالية ، ويعنى ذلك أن المستثمر يستطيع التحوط من المخاطرة المنتظمة أو السوقية عن طريق التحوط من المخاطرة المنتظمة أو السوقية ومن خلال بيع العدد المناسب من العقود مقابل محفظة أسهم ما ، والواقع أن عقود SIF تعطى المستثمر فرصة حماية محفظته المالية من التقلبات السوقية .

ولحماية الارتفاع في السوق ، فإنه يجب أن يكون المستثمرون قادرون على اتخاذ مركز في الأصل الموفر للحماية أو التغطية (وهي في هذه الحالة مؤشرات أسواق الأسهم الآجلة SIF) بحيث توازن أو تعوض الأرباح أو الخسائر المتولدة من الأصل الموفر للحماية التغيرات الحادثة في قيمة محفظة الأسهم وتسمح مؤشرات أسواق الأسهم الآجلة بحدوث ذلك لأن التغيرات في أسعار العمليات الآجلة نفسها ترتبط بدرجة كبيرة بالتغييرات في قيمة محفظة الأسهم التي تتسبب فيها الأحداث الواقعية في السوق بأسرها ، وكلما ازدادت درجة تنوع المحفظة المالية وبالتالي انخفضت المخاطرة غير المنتظمة كلما ازداد الارتباط بين عقد العمليات الآجلة ومركز الأسهم .

وقد برهنت عدة دراسات على أن سعر العمليات الآجلة المدرجة على مؤشر S&P 500 وقيمة محفظة مالية منوعة بنسبة 99% (أى المخاطرة السوقية تمثل نسبة 99% من المخاطرة الكلية) أن كلاهما يتبع الآخر عن كثب ، وهو ما

يبرهن على أن SIF يمكن أن تكون فعالة جداً في حماية الارتفاع السوقي لحظة ما.

• التحوطات القصيرة Short Hedges

حيث أن المستثمرين يحتفظون بقدر كبير من الأسهم العادي، فإن التحوط القصير هو النوع الطبيعي للعقود بالنسبة لمعظم المستثمرين، والمستثمرون الذين يحتفظون بمحافظ أسهم يتحوطون من المخاطرة السوقية عن طريق بيع مؤشرات سوق الأسهم الآجلة SIF مما يعني وبالتالي اتخاذ مركز قصير.

ويمكن تنفيذ التحوط القصير عن طريق بيع استحقاق أجل للعقد. والغرض من هذا التحوط هو تعويض (جزئياً أو كلياً) أية خسائر متولدة من محفظة الأسهم بأرباح متولدة من مركز العمليات الآجلة، ولتنفيذ هذه الاستراتيجية الدفاعية، يقوم المستثمر ببيع واحد أو أكثر من عقود SIF ومن الناحية المثلالية، تساوى قيمة هذه العقود قيمة محفظة الأسهم فإذا هبطت السوق وترتب على ذلك وبالتالي خسارة في المركز النقدي (محفظة الأسهم) سوف تهبط أسعار SIF و يؤدي ذلك إلى تحقيق أرباح لبائع العمليات الآجلة.

ويوضح الجدول (3-6) مفهوم التحوط القصير باستخدام مؤشر ستاندارد أند بور عندما كان عند 173 افترض أن أحد المستثمرين يمتلك محفظة أسهم بقيمة 90000 دولار ويرغب في حمايتها من الهبوط السوقى المتوقع عن طريق بيع مؤشر سوق أسهم أجل SIF مدرج على مؤشر S&P بـ 173، يكون للمستثمر مركز قصير بقيمة 86500 لأن قيمة العقد 500 دولار مضروبة في سعر المؤشر (500X173)، ومثلاً يوضح الجدول فإن حدوث هبوط في سوق الأسهم بنسبة 10% يؤدي إلى خسارة في محفظة الأسهم بمبلغ 9000 دولار ومكاسب في مركز العمليات الآجلة بمبلغ 8650 دولار (مع تجاهل تكلفة العمولات) وبذلك فإن المستثمر يعوض على جانب المركز القصير ما خسره على الجانب الطويل.

جدول (3-6)

أمثلة لمحوطات قصيرة وطويلة باستخدام مؤشرات سوق الأسهم الآجلة SIFs

التحوط القصير

النوع في المركز	المركز بعد هبوط 10 % في السوق	المركز الحالي	
\$ (25000) 23650	225000 212000	250000 236000	* مركز طويل (قيمة المحفظة) * (مركز قصير) بيع عقد مستقبلي 473 بـ S&P 500
(1350)			* مكسب أو خسارة التحوط

التحوط الطويل

النوع في المركز أو تكلفة المركز	المركز أو التكلفة بعد ارتفاع 10 % في السوق	المركز الحالي	
23650	260150	236500	* شراء عقد عمليات أجل 473 بـ S&P 500
(22500)	247500	225000	* المبلغ النقدي الذي سيتم استثماره في الأسهم (تكلفة مركز الأسهم)
1150			* مكسب أو خسارة التحوط

• التحوطات الطويلة Long Hedges

يرغب ممارس التحوط الطويل - وهو ينتظر الحصول على أموال للاستثمار - عموماً في تقليل المخاطرة التي تضطره لدفع مقابل مادي أكبر مقابل مركز حقوق ملكية عندما ترتفع الأسعار ، ويشمل المستخدمون المحتملون للتحوط الطويل ما يلى:

- ١ - المؤسسات ذات التدفق النقدي المنتظم والتي تستخدم التحوطات الطويلة من أجل تحسين توقيت مراكزهم .
- ٢ - المؤسسات التي تغير أو تبدل مراكز كبيرة وترغب في التحوط ريثما تستكمل العملية (ويمكن أن يكون ذلك أيضاً تحوط قصير) .

افترض أن مستثمراً لديه مبلغ استثمار قدره 75000 دولار ويعتقد أن سوق الأسهم سوف ينتعش ولكنne غير قادر على اختيار الأسهم التي يرغب في حيازتها، فعن طريق شراء عملية آجلة واحدة مدرجة على مؤشر S&P 500 ، سوف يكسب المستثمر إذا انتعشت السوق ، وكما يتضح من الجدول (٣-٦) فإن حدوث اتفاق في السوق بنسبة 10% سوف يزيد من قيمة عقد المعاملات الآجلة بـ 8650 دولار حتى لو تعين على المستثمر أن يدفع 10% أكثر (في المتوسط) مقابل الأسهم المشتراه بعد الارتفاع ، سوف يحقق مكسب مع ذلك لأن النتيجة الصافية للتحوط إيجابية.

• حدود التحوط باستخدام مؤشر الأسهم الأجل : SIF

على الرغم من أن التحوط باستخدام مؤشر الأسهم الأجل يمكن أن يقلل من مخاطرة المستثمر، إلا أنه لا يمكن التخلص من المخاطرة كلياً ، وكما هو الحال بالنسبة لعمليات أسعار الفائدة الآجلة ، توجد مخاطرة أساس أيضاً في SIF، وهي تمثل الفرق بين سعر عقد مؤشر الأسهم الأجل وقيمة مؤشر الأسهم ذي الصلة ،

والاطلاع اليومي على صفحة «أسعار العقود المستقبلية» في وول ستريت جورنال سوف يظهر أن سعر كل مؤشر يختلف عن سعر إغلاق العقود.

ويمكن تعريف مخاطرة الأساس عند تطبيقها على محافظ الأسهم العادية بأنها المخاطرة التي تبقى بعد أن تتم حماية محفظة للأسهم ، لاحظ هنا أن SIF تحمى فقط من المخاطرة المنتظمة (السوقية) ، بعبارة أخرى : عندما ندرس محفظة أسهم مغطاة بواسطة مؤشر أسهم أجل SIF ، تكون مخاطرة الأساس راجعة للمخاطرة غير المنتظمة .

ويلاحظ أن المحفظة غير المنشورة بشكل كبير والتي يتم التحوط لها بسعر عقد عمليات آجلة فإنها ستكون أقل فعالية بالمقارنة مع المحفظة المنشورة بشكل أكبر ، وفي حالة الهبوط الحاد كما في حالة إنهايار أكتوبر 1987 فإن المحفظتين تهبطان بشكل حاد ، وهو ما يؤدى إلى استنتاج أن SIFs لا توفر تحوطاً جيداً للمحافظ غير المنشورة نسبياً .

• مراجعة المؤشر والتداول المبرمج Index Arbitrage and Program Trading

بدأ التداول المبرمج في وول ستريت خلال الثمانينيات واستحوذ على اهتمام كبير وأثار جدلاً كبيراً ، وقد أرجعت العناوين الرئيسية الهبوط في السوق - على الأقل جزئياً - إلى التداول المبرمج (تعليمات مبرمجة في الحاسب بحيث يتم التعامل آلياً بالبيع أو الشراء عند الوصول إلى أسعار أو مؤشرات معينة) وذلك كما حدث في إنهايار أكتوبر 1987 عندما هبط متوسط داو جونز الصناعي أكثر من 500 نقطة ، ونظرًا لأن التداول المبرمج يتضمن نمطياً مراكز في كل من الأسهم وعقود SIF ، سوف نبحث الموضوع في إطار المناقشة العامة للتحوط .

ويستخدم مصطلح التداول المبرمج ومصطلح مراجحة المؤشر معاً في الغالب، ويوجه عام يقصد بالمصطلح الأخير المحاولات الرامية لاستغلال الفروق

بين أسعار مؤشر السوق الأجل وأسعار مؤشر الأسهم موضوع عقد العمليات الأجل، على سبيل المثال إذا كان سعر مؤشر S&P 500 للعمليات الأجلة أعلىً جداً بالنسبة لمؤشر S&P 500 الفوري ، يستطيع المستثمرون أن يبيعوا على المكشوف عقد العمليات الأجلة ويشترون الأسهم الدالة في المؤشر ، ومن الناحية النظرية يجب أن يكون المراجعون قادرين على تكوين محفظة مشتملة بالحماية تغل أرباح مراجحة مساوية لفرق المركزين ، فإذا اعتبر سعر عمليات S&P 500 الأجلة منخفضاً جداً فإنه يمكن للمستثمرين أن يشترون العمليات الأجلة ويباعوا الأسهم على المكشوف ، مستغلين مرة أخرى الفروق بين السعرين .

ولكي يستطيع المستثمرون الاستفادة من الفروق بين سعر العمليات الأجلة وسعر مؤشر الأسهم ، يجب أن يتصرفوا بسرعة ، ويتضمن التداول البرمج استخدام الأوامر (الطلبيات) المولدة بواسطة الكمبيوتر لتنسيق أوامر الشراء والبيع بالنسبة لحافظ برمتها مبنية على فرص المراجحة ، وتحدد المراجحة بين محافظ الأسهم العادي من ناحية والعمليات الأجلة وعقود اختياريات البيع/الشراء الأجل المدرجة على المؤشرات من ناحية أخرى ، وتحديداً عندما ترتفع أسعار مؤشرات الأسهم الأجلة SIFs بدرجة كبيرة عن القيمة الجارية لمؤشر الأسهم نفسه (مثل S&P 500) فإنهم يبيعون العمليات الأجلة ويشترون الأسهم موضوع تلك العمليات في صورة « سلال » "Baskets" وذلك بعده ملايين من الدولارات .

ونظراً لأن سعر العمليات الأجلة وقيمة مؤشر الأسهم يجب أن يتساوى عندما تنتهي مدة سريان عقد العمليات الأجلة ، لذلك يسعى المستثمرون إلى « الحصول على علوة أو مكافأة» وبالتالي كسب ربح مراجحة ، بعبارة أخرى يسعون إلى تحقيق عوائد مرتفعة عديمة المخاطرة عن طريق المراجحة على الفرق بين القيمة النقدية للأوراق المالية ذات الصلة وأسعار عقود العمليات الأجلة

المتعلقة بهذه الأوراق المالية ، وواقع الأمر أنه يكون لديهم مركز مشغول بالحماية وينبغي أن يربحوا بغض النظر عما يحدث لأسعار الأسهم .

ويقوم تجار البرامج وغيرهم من المضاربين في العادة بـ « حل أوفرك » Unwind مراكزهم خلال الساعة الأخيرة للتداول في يوم انتهاء سريان العمليات الآجلة الأخيرة للتداول في يوم إنتهاء سريان العمليات الآجلة وفي هذا الوقت تصل علامة العمليات الآجلة إلى صفر - كما ذكرنا - لأن سعر العمليات الآجلة يجب أن تساوى قيمة مؤشر الأسهم .

المضاربة باستخدام العمليات الآجلة المدرجة على مؤشرات الأسهم SIFs (Speculating with Stock - Index Futures)

بالإضافة إلى استراتيجيات التحوط السابقة (وغيرها التي لم يتم إيرادها) يستطيع المستثمرون أن يضاربوا باستخدام SIF إذا رغبوا في التربح من قابلية تقلب سوق الأسهم عن طريق الحكم على الاتجاهات السوقية المحتملة والتصريف وفقاً لها وتعتبر SIF أدوات فعالة للمضاربة على تحركات سوق الأسهم بسبب :

* أن بناء مركز عمليات آجلة يتضمن تكاليف ضئيلة .

* أن SIF تعكس السوق .

ويمكننا أن نطلق على إحدى مجموعات المضاربين « التجار النشطين » ، وهؤلاء الأفراد مستعدون للمخاطرة برأس مالهم في سبيل التغيرات السعرية التي يتوقعون حدوثها في عقود العمليات الآجلة ، ومثل هؤلاء الأفراد يكونون في الغالب مستثمرين محظوظين يسعون وراء فرضية تحقيق مكاسب كبيرة ويفهمون المخاطرة التي يتحملونها .

وتشمل استراتيجيات التجار النشطين أساساً المراكز القصيرة والطويلة ، والتجار الذين يتوقعون حدوث ارتفاع في السوق يشترون SIFs ويسبب ارتفاع

الرافعة تكون فرص الربح كبيرة غير أن فرص الخسارة تكون كبيرة أيضاً ، وينطبق نفس الشيء على التجار الذين يتوقعون حدوث هبوط في السوق الذين يتخدون مركزاً قصيراً من خلال بيع عقد SIFs وبيع عقد ما يكون طريقة مناسبة للبيع على المكشوف ويمكن فعل ذلك (دون انتظار Uptick كما يحصل في عمليات بيع الأسهم على المكشوف) .

وهناك نوع آخر من المضاربة وهو المنتشرون Spreaders الذين يؤسسون مراكز قصيرة وطويلة على حد سواء في نفس الوقت وهدفهم هو تحقيق ربح من وراء التغيرات في العلاقات السعرية بين اثنين من عقود العمليات الآجلة وتشمل عمليات الانتشار Spreads .

■ الانتشار داخل السوق The Intramarket Spread

والمعروفة أيضاً باسم الانتشار الزمني أو التقويمي ، وهو يتضمن عقوداً بشهري تسوية مختلفين مثل شراء عقد في مارس وبيع عقد في يونيو .

■ الانتشار بين الأسواق The Intermarket Spread

ويعرف هذا الأمر أيضاً باسم انتشار النوعية أو الجودة Quality Spread ويتضمن سوقين مختلفين مثل شراء عقد من بورصة نيويورك وبيع عقد استاندر اند بورد (كلاهما لنفس الشهر) .

وهذه الفئة من المضاربين تهتم بالسعر النسبي قياساً إلى التغيرات السعرية المطلقة ، فإذا بدأ أن عقدين مختلفين خارج نطاق المألوف ، فإن الشخص الذي يود الانتشار يأمل في أن يربح عن طريق شراء عقد وبيع الآخر والانتظار حتى تحدث تسوية في الفرق السعري ، وقد تتطلب هذه التسوية أن يتسع الانتشار بين العقدين في بعض الأحيان أو يضيق في أحوال أخرى .

* فكرة عن المحاسبة والضرائب:

وضع المعيار رقم 52 الصادر عن مجلس معايير المحاسبة المالية FASB أساس المعالجة المحاسبية للعقود المستقبلية المتعلقة بالعملات الأجنبية ، كما أرسى المعيار رقم 80 الصادر من FASB المعالجة المحاسبية للعقود المستقبلية بصفة عامة ، ويشترط المعياران السابقان الاعتراف بالتغييرات في القيمة السوقية عند حدوثها ما لم يكن العقد مؤهلاً لأن يستخدم في التحوط ، فإذا لم يكن العقد كذلك، يتم الاعتراف بالمكاسب أو الخسائر عموماً للأغراض المحاسبية في نفس الفترة التي يتم فيها الاعتراف بمكاسب أو خسائر البند الجاري حمايته .

افتراض أن هناك مستثمرًا يتخذ مركزاً طويلاً في سبتمبر 1996 في عقد عمليات ذرة آجلة لشهر مارس 1997 وينتهي المركز في نهاية فبراير 1997 ، افترض أيضاً أن أسعار العمليات الآجلة 150 سنت للبوشل ** الواحد عند الدخول في العقد ، 170 سنت للبوشل في نهاية 1996 و 180 سنت للبوشل عند إنتهاء العقد ، وأن أحد العقود يقضى بتسليم 5000 بوشل ، إذا كان المستثمر مضارياً تكون المكاسب من أجل الأغراض المحاسبية .

$$5000 \times \$0.20 = \$1000$$

وذلك في عام 1996

$$5000 \times \$0.10 = \$500$$

وذلك في عام 1997

أما إذا كان المستثمر يتحوط من خلال شراء 5000 بوشل من الذرة في

* سوف يتم تناول المعالجة المحاسبية للمشتقات المالية في الفصل الخامس من هذا الكتاب ، كما يتم تناول تفصيلات المعالجة المحاسبية للأدوات المالية في كتاب مستقل للمؤلف وفيه يتم تناول أحدث المعايير المحاسبية الأمريكية والدولية بهذا الصدد .

* البوشل هو مكيال للحبوب .

عام 1997، فإنه يتم تحقيق مكسب إجمالي قدره 1500 دولار في عام 1997 للأغراض المحاسبية.

أن معالجة مكاسب وخسائر التحوط معقولة، فإذا كان المستثمر في مثالنا هو شركة تتحوط بشراء 5000 بوشيل من الذرة في نهاية فبراير 1997 فإن تأثير العقد المستقبلي يكون هو ضمان قرب السعر المدفوع من 150 سنت للبوشيل الواحد، تعكس المعالجة المحاسبية حقيقة أن هذا السعر مدفوع في عام 1997، ولا تتأثر الدفاتر المحاسبية لعام 1996 بمعاملة العمليات الآجلة التسليم.

• الضرائب:

وفقاً للقواعد الضريبية الأمريكية، توجد قضيّتان رئيسيّتان هما طبيعة المكسب أو الخسارة الخاضعة للضريبة وتوقيت الاعتراف بالكسب أو الخسارة، ويتم تصنيف المكاسب أو الخسائر على أنها إما مكاسب/خسائر رأسمالية أو جزء من الدخل العادي، ويتم حالياً فرض ضرائب على المكاسب الرأسمالية بنفس النسبة الضريبية المطبقة على الدخل العادي على حين يتم تقييد القدرة على خصم الخسائر الرأسمالية، وفي حالة دافع الضريبة من غير المؤسسات، تكون الخسائر الرأسمالية قابلة للاستقطاع فقط في حدود مكاسب رأسمالية ودخل عادي مجموعهما 3000 دولار، وبالنسبة للممول من غير المؤسسات فإنه يمكن أن يرحل خسارة رأسمالية صافية عن فترة غير محدودة من الوقت، أما بالنسبة للممولين من الشركات فإن الخسائر الرأسمالية تكون قابلة للخصم في حدود المكاسب الرأسمالية فقط، ويمكن لنشأة ما أن ترحل للخلف الخسائر الرأسمالية لمدة ثلاثة سنوات، وأى زيادة يمكن ترحيلها للأمام لمدة خمس سنوات.

وبوجه عام تعالج المراكز في العقود المستقبلية وعقود العملات الأجنبية كما لو كانت تباع في اليوم الأخير من السنة الضريبية، وتعامل أية مكاسب أو خسائر

من العقود خلافاً لعقود العملات الأجنبية كمكاسب أو خسائر رأسمالية ، أما المكاسب أو الخسائر المتولدة من عقود العملات الأجنبية فتعامل كدخل عادي أو خسارة .

وتستثنى معاملات التحوط من القاعدة السابقة ، فمعاملة التحوط معرفة وفقاً للوائح الضريبية بأنها معاملة يتم الدخول فيها في السياق العادي لممارسة الأعمال من أجل واحد من الأسباب التالية :

- أ - تقليل المخاطرة المرتبطة بالتغييرات السعرية أو تقلبات العملات فيما يتعلق بملكية ما يحوزها دافع الضريبة أو سوف يحوزها من أجل أغراض توليد الدخل العادي .
- ب - تقليل مخاطرة التغيرات في الأسعار أو أسعار الفائدة أو تقلبات العملات فيما يتعلق بسلفيات مؤداة بواسطة المول .
- ج - المكاسب أو الخسائر المحققة من معاملات التحوط تعامل كدخل عادي ، ويتفق عموماً توقيت الاعتراف بالمكاسب أو الخسائر المتولدة من معاملات التحوط مع توقيت الاعتراف بالدخل أو الخصم من البنود موضع التحوط .

• العقود الآجلة والعقود المستقبلية :

Forward Contracts & Futures Contracts

تناولنا في هذا الفصل أسلوب عمل أسواق العقود المستقبلية ، وفيها يتم تداول العقود في بورصة ما ، ومن الضروري للبورصة أن تحدد بعناية طبيعة ما يتم تداوله بالضبط والإجراءات التي يجب إتباعها واللوائح التي ستحكم السوق ، العكس من ذلك يتم التفاوض على العقود الآجلة Forward Contracts مباشرة عبر الهاتف بواسطة شخصين متربسين نسبياً ، ونتيجة لذلك لا يوجد حاجة إلى

معايير المنتج ولا يكون مطلوباً وجود مجموعة كبيرة من القواعد والإجراءات ، وللختام التالى الفروق الرئيسية بين العقود الاحلة والعقود المستقلة .

ويلاحظ أن نسبة كبيرة جداً من العقود المستقبلية التي يتم الدخول فيها لا تؤدي إلى تسليم الأصل محل العقود ، ويتم تصفيفتها قبل حلول موعد التسليم ، وأمكانية التسليم النهائي هي التي تحدد سعر العمليات الآجلة وبالنسبة لكل عقد مستقبلي يوجد فترة من الأيام يمكن خلالها إتمام التسليم وإجراءات تسليم محددة بدقة .

• جدول مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود المستقبلية Futures Contracts	العقود الآجلة Forward Contracts
<p>١ - عقود يتم تداولها في البورصة.</p> <p>٢ - عقود نمطية (موحدة قياسياً)</p> <p>٣ - هناك <u>مجموعة</u> من تواريخ التسليم.</p> <p>٤ - يتم تسوية العقود يومياً .</p> <p>٥ - يتم عادة إنهاء العقد قبل حلول موعد الاستحقاق .</p>	<p>١ - عقد خاص بين طرفين</p> <p>٢ - عقود غير نمطية</p> <p>٣ - هناك تاريخ تسليم محدد واحد عادة</p> <p>٤ - يتم تسوية العقود في نهاية العقد .</p> <p>٥ - يحدث تسليم أو تسوية نهاية نقدية عادة .</p>

ويتبين من هذا الجدول ما يلى :

العقد المستقبلي Forward Futures Contract هو نوع من العقود الآجلة Contract والتي تتمتع بدرجة عالية من المعيارية أو التمويط حيث يتحدد فيها شروط الغقد بدقة ، ويكون من الضروري تفهم كيف تختلف العقود المستقبلية عن

الأشكال الأخرى من العقود الآجلة والتى تتناول خمسة اختلافات على النحو التالى :

الأول : العقود المستقبلية يتم تداولها فى بورصات منظمة .

الثانى : العقود المستقبلية تكون نمطية بدرجة عالية ويشمل ذلك الكمية المحددة للسلعة وتاريخ التسليم المحدد وأالية التسليم .

الثالث : الانجاز فى العقود المستقبلية يتم من خلال غرفة مقاصة .

الرابع : تتطلب العقود المستقبلية من المتعاملين أو المتاجرين تقديم هامش مبدئي لضمان تنفيذ الالتزامات ، ويقصد بهذا الهامش إبداء حسن النية أو تقديم مبلغ تأمين يدفع بواسطة كل من المشتري والبائع لضمان إكمال وإتمام العقد ، وهكذا يمثل الهامش وديعة حسن نية جيدة تقدم كمؤشر على استعداد وقدرة المتاجرين لاتمام جميع التزاماتهم المالية والتى ربما تنشأ من المتاجرة المستقبلية .

الخامس : أسواق العقود المستقبلية يتم تنظيمها بواسطة وكالات حكومية معرفة بينما العقود الآجلة عادة ما يتم المتاجرة فيها فى أسواق غير نمطية .

■ ملخص ■

- * تلعب الأسواق المستقبلية دوراً هاماً في إدارة المخاطر .

- * الأسواق الفورية هي أسواق التسليم الفورى ، أما الأسواق الآجلة فهي أسواق التسليم المؤجل .

- * تقوم بورصة العقود المستقبلية المنظمة بتنظيم العقود الآجلة غير المعيارية تاركة فقط السعر وعدد العقود لتجار العمليات الآجلة (المتعاملين) ليتقاوضوا عليها .

- * يحدد العقد المستقبلي قدرأً معيناً من صنف معين ليتم تسليمه في تاريخ محدد في المستقبل بسعر سوقى يتم تقريره الآن (في تاريخ إبرام العقد).
- * يتخذ المشترون مراكز طويلة ويتخذ البائعون مراكز قصيرة ، ويشير المركز القصير فقط إلى بيع عقد لم يشتري في السابق .
- * تتم تسوية معظم العقود عن طريق الماقاصة حيث يتم تصفيه مركز ما عن طريق معاملة عكسية (مقابلة) ، وتقع غرفة الماقاصة على الجانب الآخر في كل معاملة وتضمن تسديد المدفوعات حسب المتفق عليه .
- * يتم تداول العقود في بورصات خاصة للعمليات الآجلة تحديد التغيرات السعرية الدنيا وقد تتسع حدوداً يومية للأسعار .
- * مراكز العمليات الآجلة يجب إنهاؤها خلال وقت محدد ، ولا توجد شهادات أو متخصصين للتعامل مع التداول ، ويتم تداول عقد عمليات آجلة في عملية مزاد سوقى من خلال نظام "Open Outcry" .
- * الهامش - وهو القاعدة في تداول العقود المستقبلية - ويمثل المبلغ المقدم كتأمين «إبداء حسن النية» في تنفيذ العقد، وهو يدفع لضمان إنجاز العقد والوفاء بالالتزامات .
- * يتم ترحيل كافة عقود العمليات الآجلة يومياً - أي تضاف وتخصم كافة الأرباح والخسائر من حساب كل مستثمر يومياً .
- * يشتري المضاربون العقود المستقبلية أو يبيعونها في محاولة منهم لكسب عائد ما وهى ذات قيمة بالنسبة لحسن سير عمل السوق .
- * تسمح عمليات أسعار الفائدة الآجلة - وهى واحدة من نوعين رئيسيين للعمليات المالية الآجلة - للمستثمرين بالتحوط من المضاربة على

تحركات أسعار الفائدة ، وتوجد عقود عديدة متاحة فيما يتصل بالأدوات المحلية والأجنبية .

- * يستطيع المستثمرون - مع المعاملات الأخرى - أن ينفذوا تحوطات قصيرة لحماية مراكزهم الطويلة في السندات .

- * مؤشرات الأسهم الآجلة SIFs متاحة على مؤشر بورصة نيويورك المركب ومؤشر S&P500 وعدة مؤشرات أخرى محلية وأجنبية .

- * يمكن للمستثمرين أن يستخدموا مؤشرات الأسهم الآجلة للتحوط من المخاطرة المنتظمة للأسهم العادية - أي التحركات السوقية العريضة .

- * التحوطات القصيرة تحمي مركز أسهم من الهبوط السوقى والتحوطات الطويلة تحمى من الاضطرار لدفع مقابل مادى أكبر نظير مركز حقوق ملكية لأن الأسعار ترتفع قبل أن يكون بالامكان عمل الاستثمار .

- * يقصد بمضاربة المؤشر محاولات استغلال الفروق بين أسعار SIFs وأسعار مؤشر الأسهم موضوع عقد العمليات الآجلة .



النحو العربي

المبادلات والمقاييس

“Swaps”



الفصل الرابع

عقود المبادلات أو المقايسات .

Swaps

أهداف الفصل :

بعد قراءة هذا الفصل سوف تكون قادراً على :

- * تفهم معانى عقود المبادلات .
- التعرف على أنواع المبادلات .
- * تفهم آلية عمل عقود المبادلات .
- تفهم دور المبادلات في إدارة المخاطرة .



الفصل الرابع

عقود المبادلة Swaps

البحث الأول: تمهيد و خلاصات

أولاً: مفهوم عقود المبادلة:

عقد المبادلة Swap هو إتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية ، فعلى سبيل المثال الطرف (أ) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضياً مليون دولار) كل سنة لمدة 5 سنوات وذلك لطرف آخر ول يكن (ب) ، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم (أى سوقى ويعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب) على نفس المبلغ المحدد وهو مليون دولار وذلك كل سنة لمدة 5 سنوات ، والأطراف التى توافق على الدخول فى المبادلة تسمى Counterparties وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بآداة دين أو بقيمة عملات أجنبية ، ولذلك يوجد نوعان أساسيان للمبادلات هما مبادلات أسعار الفائدة Interest Rate Swaps ومبادلات العملة Currency Swaps .

ويمكن إرجاع منشأ عقود المبادلات إلى عام 1970 عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية ، أما أول عقد مبادلة لأسعار الفائدة فقد حدث فى عام 1981 نتيجة إتفاق بين شركة IBM مع World Bank . ومنذ ذلك التاريخ نمت هذه السوق بسرعة ويوضح الجدول (4-1) مقدار عقود المبادلات المتداولة عن السنوات من عام 1987 حتى 1997 ، ويوضح الجدول أنه فى عام 1997 أن عقود مبادلات أسعار الفائدة كانت تزيد عن 22 تريليون دولار لقيمة الإجمالية الأصلية

المتداولة وقدرها تريليون دولار وهو ما يعني أنها تمثل نحو 93% من عقود المبادلات أما النسبة الباقيه وقدرها 7% فقد كانت لعقود العملات .

جدول (4-1) قيمة عقود المبادلات المتداولة

(القيمة باليليون دولار)

السنة	اجمالي عقود مبادلات أسعار الفائدة	اجمالي عقود مبادلات العملات
1987	\$ 682.9	182.8
1988	1010.2	316.8
1989	1539.3	434.8
1990	2311.5	577.5
1991	3065.1	807.2
1992	3850.8	860.4
1993	6177.8	899.6
1994	8815.6	914.8
1995	12810.7	1197.4
1996	19170.9	1559.6
1997	22115.4	1584.8

وكما سبق أن ذكرنا فإن عقد المبادلة هو إتفاق بين طرفين ويطلق عليهما Counterparties لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية بعملة واحدة أو بعملات مختلفة ، والأنواع الأكثر أهمية من عقود المبادلات هي مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة .

وفي مبادلة أسعار الفائدة ، فإن أحد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير (أو كما نفضل أن نسميه عائم أو معوم) بينما الطرف الآخر

سوف يقوم بدفع معدل فائدة ثابت ، بينما فى عقود مبادلات العملة فإن أحد الأطراف سوف يدفع على الدولار بمعدل متغير (أو عائم) بينما يدفع الطرف الآخر على عملة أخرى وليكن اليابانى بمعدل ثابت .

والتغيرات فى معدلات الفائدة تحدد الرابحون والخاسرون فى مبادلات أسعار الفائدة ، بينما التغيرات فى أسعار الفائدة فى البلدين وكذلك التغيرات فى أسعار الصرف بين العملات تحددان الرابحون والخاسرون فى عقود العملة.

والمشاركون فى سوق المبادلات لهم دوافع مختلفة فهى تغطى رغبات المضاربين والمراجحين والمحوطين ، ومع ذلك فإن الدافع الأساسى لعقود المبادلات والغرض الرئيسي من سوق المبادلات هو قيام المنشآت بصياغة وإدارة مخاطر سعر الفائدة وسعر الصرف الكامنة فى أعمالهم .

وسوف نناقش فى هذا الفصل النوع الشائع لعقود مبادلة أسعار الفائدة ومبادلة العملات وهو المعروف باسم (مبادلات الفانيليا السادة) Plain Vanilla swaps .

Interest Rate Swaps

• مبادلات أسعار الفائدة

فى عقود مبادلات أسعار فائدة الفانيليا السادة ، فإن أحد الأطراف الداخلية فى المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التى تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة) . وهذا الطرف يطلق عليه Pay - Fixed ، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل فى عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة العائمة (المتحركة) ويطلق على هذا الطرف Receive - Fixed .

وتغطى إتفاقية المبادلة فترة معينة وهى التى تحدد لسداد الفوائد والتى تمثل فحوى Tenor عقد المبادلة ، ويتحدد مقدار مدفوعات القائدة الدورية على أساس مبلغ وهمى أو اعتبارى يسمى Notional Principal وهذا الأصل الوهمى يمثل كمية نظرية أو أسمية تستخدم فقط كمقاييس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التى تسدد وفقاً لإتفاقية المبادلة .

وللتعرف على طبيعة مبادلة أسعار الفائدة بوضوح ، فإننا نقدم مثال نفترض فيه أن عقد المبادلة يغطي فترة خمس سنوات ويتضمن مدفوعات سنوية على مبلغ قدره 1 مليون دولار كأصل اعتبارى لحساب مقدار الفوائد فقط ، ودعنا نفترض أن أحد طرفى العقد وهو (أ) يدخل في عقد المبادلة كطرف يدفع فائدة ثابتة بنسبة 9% للطرف الآخر (ب) وفي المقابل فإن الطرف (ب) يتسلم الفائدة الثابتة مقابل موافقته على دفع معدل فائدة متغير أو عائم وفقاً لسعر الفائدة بين البنوك فى السوق الدولية والمسمى LIBOR وذلك للطرف الآخر (أ).

لاحظ أن سعر الفائدة LIBOR هو سعر لندن للفائدة بين البنوك . وهو يعبر عن سعر الفائدة الذى تستخدمه البنوك العالمية الكبيرة لأقراض البنوك الأخرى ، والقروض المحددة على أساس سعر LIBOR تتحدد على أساس تفاوض خاص يغطي فترات متعددة من تواريخ الاستحقاق ، ومعظم فترات الاستحقاق تتراوح ما بين شهر واحد إلى سنة .

ومقادير أسعار LIBOR تظهر يومياً فى عمود "Money Rates" فى وول ستريت جورنال ، وأسعار الفائدة المتغيرة أو العائمة فى أسواق عقود المبادلات غالباً ما تتحدد على أساس مساوى لسعر LIBOR والذى يطلق عليه أيضاً Flat

وفي مثالنا فإن اتفاقية المبادلة تقوم على أساس أن يدفع الطرف (أ) 9% على مبلغ أسمى مليون دولار أي 90000 دولار كل سنة إلى الطرف (ب) ، بينما يدفع الطرف (ب) إلى الطرف (أ) في المقابل مقدار من الفائدة يعتمد على تحركات أسعار الفائدة المتعلقة بسعر LIBOR وتاريخ استحقاق LIBOR المطبق سوف يعتمد على الفترة المحددة في العقد لمبادلة الفوائد ، وهي في هذا المثال سنة وذلك لأن المدة المحددة في عقد المبادلة في المثال المذكور تم تحديدها على أساس سنة وإذا أفترضنا أن سعر LIBOR عند إبرام عقد المبادلة هو 8.75% وهو سوف يكون مختلفاً بصفة أساسية عن السعر الثابت في عقد المبادلة .

ونظرياً ، فإن الطرفين يتباذلان أصل المبلغ وقدره مليون دولار ، ومع ذلك فإنه من الناحية العملية فإن تبادل نفس المبلغ بين الطرفين لا يكون له قيمة عملية ، وبالتالي فـإن المبلغ الأصلي (مليون دولار) لن يتم تبادله ، ولكن هذا المبلغ الاعتباري يستخدم فقط لتحديد قيمة مبالغ الفائدة التي تسدد ، ولكن لن يتم تبادله من طرف إلى آخر ، وهكذا فإن مبلغ المليون دولار يعرف بأنه المبلغ الذي تحسب على أساسه مبالغ التدفقات النقدية المتبادلة بين طرفي عقد المبادلة .

ويصفه عامة ، فإن تحديد سعر LIBOR يحدث في تاريخ تسوية واحد ومع المدفوعات التي تحدث في تاريخ التسوية التالي ، ويوضح الجدول التالي التدفقات النقدية المحددة في اتفاقية المبادلة في الزمن Zero وأسعار LIBOR المستقبلية تكون غير معروفة ، وفي كل فترة فإن مدفوعات الفائدة الدورية الثابتة سوف تكون 90000 دولار ، وبصفة عامة فإن مدفوعات الفائدة المتغيرة (العائمة) في أي زمن T سوف تعتمد على سعر LIBOR في الزمن ($T-1$) ، وهكذا فإنه

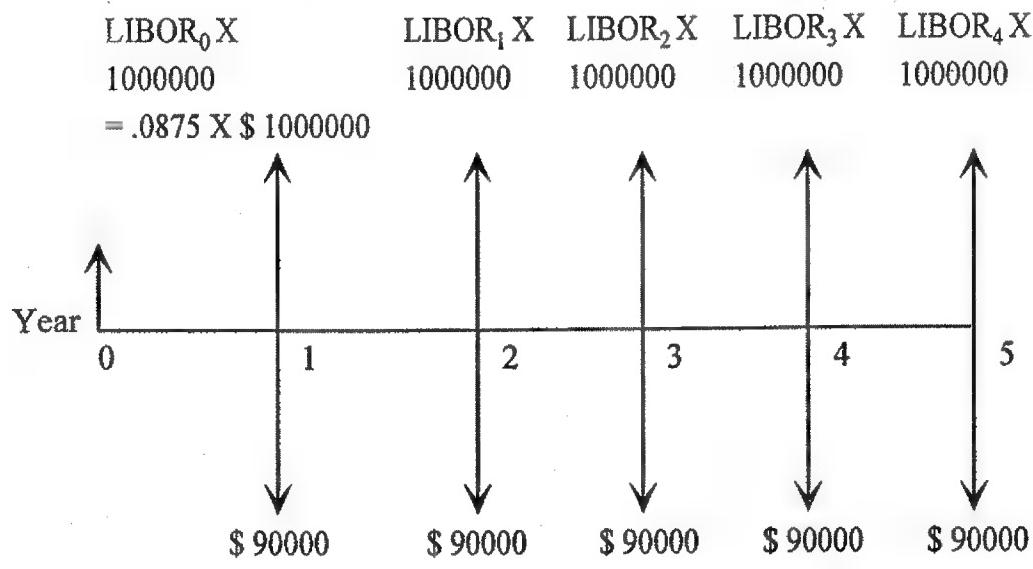
في بداية إتفاقية المبادلة فإنه يجب تحديد سعر LIBOR لأن سوق يكون السعر المطبق على الفترة الأولى من مدفوعات الفائدة ، ولذلك فأن أول مدفوعات فائدة متغيرة بعد سنة من الدخول في عقد المبادلة سوف تكون هي الفائدة على LIBOR في تاريخ إبرام العقد أي 8.75% وهي تعادل مبلغ 87500 دولار ، وبالنسبة لمدفوعات الفائدة المتغيرة في الفترة الثانية أي في الفترة $T = 2$ فإنها سوف تتحدد على أساس سعر LIBOR في الفترة $T = 1$ والذى لا يكون معروفاً عند ابرام العقد . ويوضح الجدول أن سعر LIBOR في نهاية المدة المحددة للعقد (أى في نهاية الخمس سنوات) يقع أمامها N/A وهذا معناه أن هذا السعر غير مطلوب لأنه لن يطبق ، وذلك لأنه لن يستخدم في تحديد أي تدفقات نقدية متعلقة بعقد المبادلة .

جدول يوضح التدفقات النقدية لمبادلات سعر الفائدة

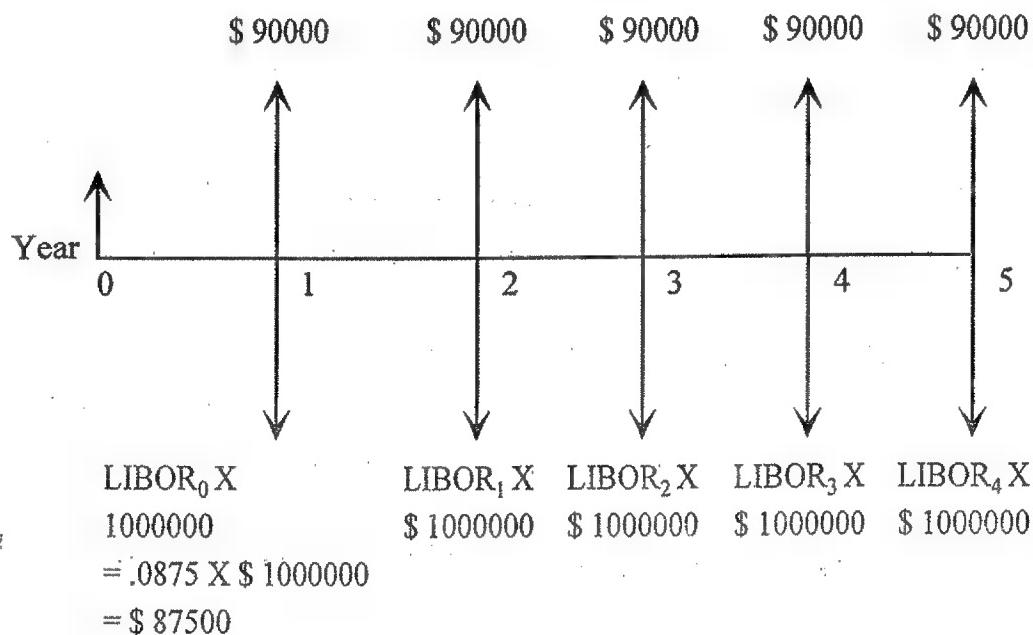
الالتزام الفائدة الثابت الذى يدفعه (ا) إلى (ب)	الالتزام الفائدة المتغير الذى يدفعه (ب) إلى (ا)	$LIBOR_T$	السنة
90000	$LIBOR_0 \times \$1000000 =$ $.0875 \times \$1000000$ $= \$87500$	$LIBOR_1 = ?$	0
90000	$LIBOR_1 \times \$1000000$	$LIBOR_2 = ?$	1
90000	$LIBOR_2 \times \$1000000$	$LIBOR_3 = ?$	2
90000	$LIBOR_3 \times \$1000000$	$LIBOR_4 = ?$	3
90000	$LIBOR_4 \times \$1000000$	$LIBOR_5 = ?$	4

ويمكن إيضاح ذلك من خلال الشكل التالي:

• الطرف الأول (أ) (Pay-Fixed)



• الطرف الثاني (ب) (Receive-Fixed)



وبينما معظم عقود المبادلات «تحدد مقدماً وتدفع مؤخراً» أي Deter-mined in Advance and Paid in Arrears تحدد مدفوعات مقدماً ومثل هذه المبادلات يطلق عليها In - Advance Swaps . ومثل هذه المبادلات التي تدفع مقدماً فإن المدفوعات المستحقة تعبر عن القيمة الحالية للالتزام المؤخر .

وأول مدفوعات سوف تحدث في الفترة $T=0$ Zero ، والمدفوعات بسعر الفائدة الثابت سوف تكون القيمة الحالية لمبلغ 90000 دولار بينما المدفوعات بسعر الفائدة المعوم (أي المتغير) سوف تعبر عن قيمة حالية لمبلغ 87500 دولار والتي تخصم بمعدل LIBOR قدرة % 8.75 وهكذا فإن المدفوعات بالمعدل المعوم سوف تكون 80785.62 دولار وتكون المدفوعات بسعر فائدة ثابت بعد خصمها 82785.62 ، وسوف يتم تبادل صافي المدفوعات فقط ، أي الفرق بين مقدارى الفائدة ، والمدفوعات في الفترة الأولى سوف تتم من الطرف (أ) إلى الطرف (ب) وتكون $\$ 2298.85 = \$ 82758.62 - \$ 80459.77$.

وعلى نفس المثال دعنا نفترض الآن أننا بعد سنة من إبرام إتفاق المبادلة أي في الزمن $T = 1$ وأن سعر LIBOR الآن (أي بعد سنة من إبرام عقد المبادلة) وصل إلى 10% وفقاً لعقد المبادلة المسماً In-Advance Swap فإن المدفوعات في السنة $T = 1$ سوف تكون كما يلى :

الطرف الذي يدفع بسعر فائدة معوم سوف يدفع قيمة حالية وفقاً لالتزاماته كما يلى :

$$\cdot 10 \times \$ 1000000 = \$ 100000$$

ويتم خصمها بسعر فائدة LIBOR أي بسعر 10% وهذا يساوى

$\$90909.09 = \$100000 / 1.10$ ، ومدفوعات الفائدة الثابتة التي يكون لها قيمة حالية $\$90000 = \$81818.18 / 1.1$ وهذا يعني أن دافع سعر الفائدة المتغير أي الطرف (ب) سوف يقدم صافي مدفوعات قدرها $\$9090.91$ إلى الطرف (أ).

Foreign Currency Swaps

مبادلات أسعار الصرف

في مبادلات العملة من نوع الفانيليا السادة فإنه يوجد طرف يمتلك عملة معينة ويرغب في حيازة عملة مختلفة ، وتنشأ المبادلة عندما يقوم أحد أطراف المعاملة بتقديم أصل معين بعملة معينة لطرفه الآخر الداخل في المعاملة وذلك بغرض تبادل كمية متساوية من عملة أخرى ، وكل طرف سوف يدفع الفائدة على العملة التي يتسلّمها في المبادلة ، وهذه الفوائد المدفوعة يمكن أن تكون أما بأسعار ثابتة أو بأسعار عائمة (متغيرة) .

على سبيل المثال ، الطرف (ج) يملك مارك الماني ويرغب في مبادلة هذه المارك بدولارات أمريكية ، وأيضاً الطرف (د) يملك دولارات أمريكية ويرغب في مبادلة هذه الدولارات بماركات المانية ، ومع هذه الاحتياجات فإن الطرفين (ج) ، (د) يكونان على استعداد للدخول في مبادلة عملة ، ويوجد أربعة حالات لهذه المبادلة كما يلى :

أ - الطرف (ج) يدفع معدل ثابت على الدولارات المستلمة ، والطرف (د) يدفع معدل ثابت على المارك المستلمة .

ب - الطرف (ج) يدفع معدل متغير (معوم) على الدولارات المستلمة والطرف (د) يدفع معدل ثابت على المارك المستلمة .

جـ - الطرف (ج) يدفع معدل ثابت على الدولارات المستلمة ، والطرف (د) يدفع معدل متغير على الماركات المستلمة .

د - الطرف (ج) يدفع معدل متغير على الدولارات المستلمة ، والطرف (د) يدفع معدل متغير على الماركات المستلمة .

ومع أن كل الأشكال الأربع مدعومات الفائدة موجودة في السوق ، فإن الشكل السادس هو النوع الثاني أي :

دفع معدل متغير على الدولار مقابل دفع معدل ثابت على عملة أجنبية أخرى وهي معروفة باسم مبادلات عملة فانيليا سادة أي : "Plain Vanilla" "Currency Swap" قبل أن نقوم بتحليل مبادلة الفانيليا السادة (أى معدل متغير على الدولار / ومعدل ثابت على عملة أجنبية أخرى) فإننا سوف نبدأ بحالة مبسطة ، وأبسط نوع من مبادلات العملة ينشأ عندما يدفع كل طرف معدل ثابت من الفائدة على العملة التي يتسلّمها ، وتتضمن مبادلات العملة القائمة على معدل ثابت مقابل معدل ثابت ثلاثة مجموعات مختلفة من التدفقات النقدية وهي :

الأولى عند بداية المبادلة فإن كلا من الطرفين يقوم بتبادل فعلى للنقدية ، وتحتفل هذه المبادلة عن مبادلة أسعار الفائدة في أن كل من الطرفين يسدّد بعملة واحدة ، ويمكن أن يسدد فقط صافي القيمة .

الثانية أن أطراف المبادلة يجعلون مدفوعات الفائدة دورية للطرف الآخر وذلك خلال الفترة المحددة في إتفاقية المبادلة ، وهذه المدفوعات سوف تكون بالكامل وليس بالصافي .

الثالث عند إنتهاء المبادلة ، فإن أطراف المبادلة تعيد مرة أخرى تبادل أصل المبلغ .

وكمثال لمبادلة عملة بمعدل ثابت مقابل معدل ثابت ، دعنا نفترض أن سعر الصرف الفوري الحالى بين المارك الألمانى والدولار الأمريكى هو 2.5 مارك لكل دولار ، وهكذا فإن قوة المارك تعادل 40.40 دولار ويفرض أن سعر الفائدة فى الولايات المتحدة هو 10% وأن سعر الفائدة فى ألمانيا هو 8% وأن الطرف (ج) يملك 25 مليون مارك .

ويرغب فى مbadلات هذه الماركات بدولارات أمريكية ، وفي المقابل يوجد فى السوق طرف آخر (د) مستعد لدفع 10 مليون دولار للطرف (ج) عند بداية المبادلة ، ونفترض أيضاً أن مدة عقد المبادلة هي 7 سنوات وأن أطراف المبادلة سوف يسددون مدفوعات الفائدة سنوياً ، وبأخذ أسعار الفائدة الواردة فى هذا المثال ، فإن الطرف (د) سوف يدفع 8% فوائد على مبلغ قدره 25 مليون مارك التى يتسللها ولذلك فإن المدفوعات السنوية من الطرف (د) إلى الطرف (ج) سوف تكون 2 مليون مارك .

والطرف (ج) يستلم 10 مليون دولار ويدفع فوائد بمعدل 10% ولذلك فإن الطرف (ج) سوف يدفع 1 مليون دولار فى كل سنة للطرف (د) ، ولأن هذه المدفوعات سوف تتم بعملات مختلفة ، لذلك فإن إيجاد الصافى لن يطبق فى الواقع العملى ، وبدلاً من ذلك فإن كل طرف سوف يؤدي مدفوعات الفائدة بالكامل.

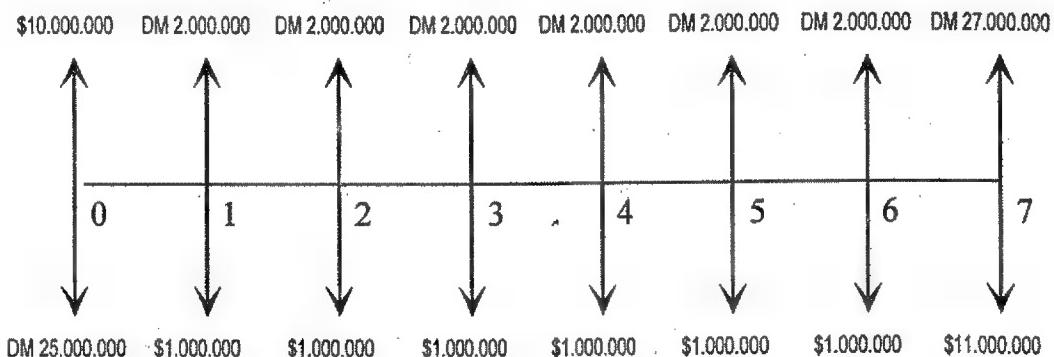
وفي نهاية السبع سنوات ، فإن الطرفين سوف يتبادلان أصل المبلغ مرة أخرى ، وفي مثالنا فإن الطرف (ج) سوف يدفع 10 مليون دولار للطرف (د)

والطرف (د) سوف يدفع 25 مليون مارك للطرف (ج) ، وهذه المدفوعات النهائية سوف تنهي المبادلة .

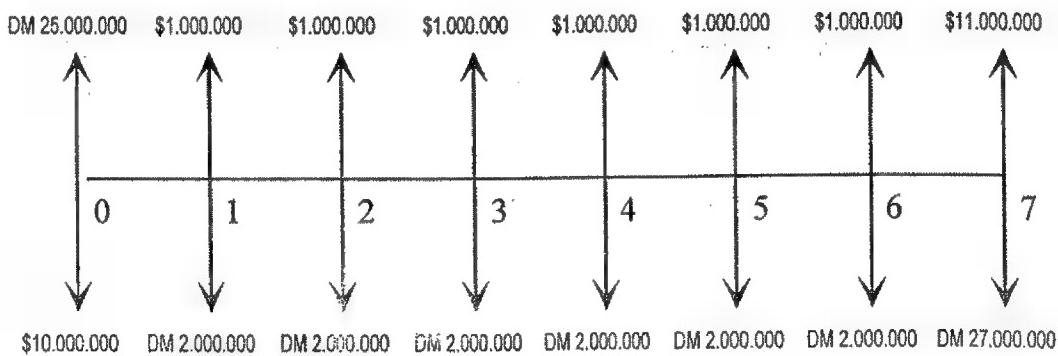
ويبين الشكل التالي التدفقات النقدية لمبادلة العملة من نوع المعدل الثابت مقابل المعدل الثابت وذلك بالنظر إلى موقف كل طرف .

ففي الزمن $T = 0$ Zero فإن المبلغ الأصلي سوف يتم تبادله بين الطرفين 25 مليون مارك مقابل 10 مليون دولار وفي نهاية كل سنة من السنوات السبع فإنه سوف يتم تبادل مدفوعات الفائدة الثابتة ، وأخيراً فإنه في نهاية عقد المبادلة أي في زمن $T = 7$ فإن أصل المبلغ يتم تبادله مرة أخرى .

شكل يوضح موقف الطرف (ج) :



شكل يوضح موقف الطرف (د) :



وكما سبق أن ذكرنا فإن مبادلة العملة القائمة على سعر ثابت مقابل سعر متغير هي النوع السائد في مبادلات العملة والتي تعتبر نوع من أنواع مبادلات العملة من الفانيليا السادة ، وفي هذا النوع من المبادلات فإن أطراف العقد تتبادل أصل المبلغ في بداية المبادلة ولكن أحد الطرفين سوف يدفع سعر ثابت كفائدة على العملة الأجنبية التي يتسلّمها ، بينما يدفع الطرف الآخر سعر فائدة معوم (أو متغير) على العملة التي يتسلّمها وكمثال على مبادلة سعر ثابت بسعر متغير (معوم) (أى فانيليا سادة) في مبادلة عملة ، وبافتراض أنه تم تنظيم عقد مبادلة بين شركة أمريكية وشركة يابانية ويفرض أن الدولار الواحد يعادل 120 ين ياباني وذلك عند بداية المبادلة ، وبافتراض أن المبلغ الأصلي المستخدم سوف يكون 10 مليون دولار ، 1200 مليون ين ياباني ومرة المبادلة 4 سنوات ومبنية على أساس مدفوعات سنوية ، وسعر الفائدة الثابت لمدة أربع سنوات هو 7% ، وتعد الشركة الأمريكية بسداد هذا السعر الثابت ، ومن جانبها فإن الشركة اليابانية تعد بدفع سعر LIBOR المعوم في كل ستة والذى يبلغ حالياً 5% .

ويوضح الجدول التالي مدفوعات التدفقات النقدية وذلك على أساس أن مبادلات أسعار الصرف تتحدد مقدماً وتدفع مؤخراً ، وكما سبق أو أوضحتنا في مبادلات أسعار الفائدة ، وعلى أية حال فإنه يمكن في بعض الأحيان السداد مقدماً في مبادلات أسعار الصرف ، وكما سبق أن أوضحته أيضاً .

ويوضح الجدول التالي والشكل الذي بعده التدفقات النقدية في مبادلة العملة من نوع الفانيليا السادة وذلك بالنظر إلى موقف كل طرف من طرفى المبادلة .

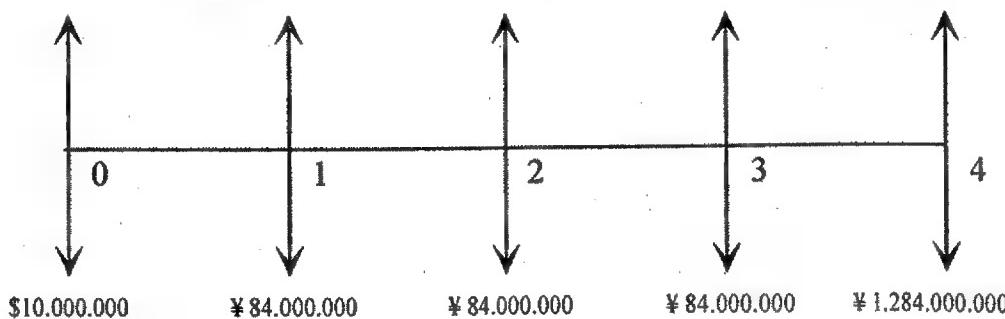
جدول يوضح التدفقات النقدية لمبادلات العملة

الالتزامات بالين الشركة اليابانية تدفع للشركة الأمريكية	الالتزامات بالدولار الشركة الأمريكية تدفع للشركة الأمريكية	LIBOR _t	السنة
\$ 10000000	¥ 1200000000 $LIBOR_0 \times \$1000000 =$	5 %	0
¥ 84000000	.05 \times \\$1000000 = 50000	$LIBOR_1 = ?$	1
¥ 84000000	$LIBOR_1 \times \$1000000$	$LIBOR_2 = ?$	2
¥ 84000000	$LIBOR_2 \times \$1000000$	$LIBOR_3 = ?$	3
¥ 84000000 +	$LIBOR_3 \times \$1000000 +$	N/A	4
¥1200000000	\$10000000		

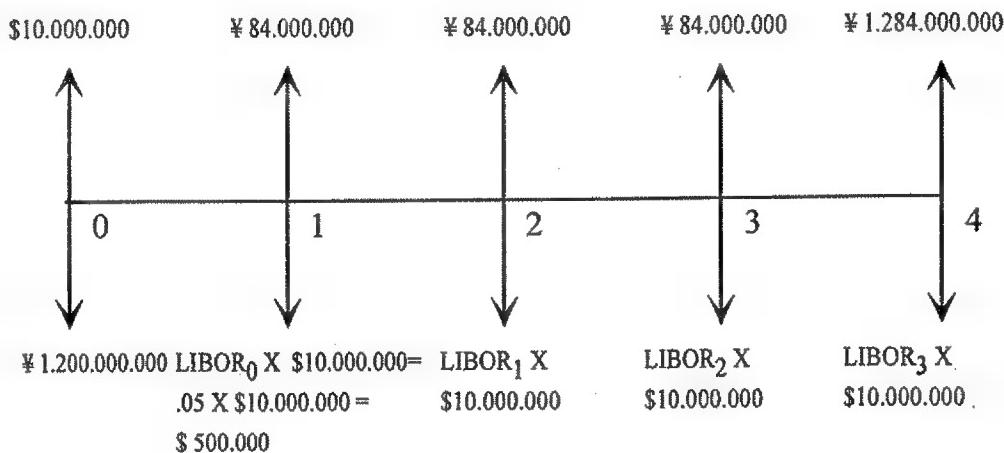
شكل يوضح موقف كل من الطرفين (أ، ب) :

موقف الشركة الأمريكية (تدفع سعر ثابت بالين)

$$\begin{array}{l}
 LIBOR_0 \times \$10.000.000 = LIBOR_1 \times \\
 .05 \times \$10.000.000 = \$10.000.000 \quad LIBOR_2 \times \\
 \$1.200.000.000 = 500.000 \quad \$10.000.000 \quad \$10.000.000 + \\
 \hline
 \end{array}$$



موقف الشركة الأمريكية (تدفع سعر متغير بالدولار)





المبحث الثاني

المبادلات أو المقايدات Swaps (تفصيلات)

المبادلات عبارة عن اتفاقيات خاصة بين شركتين لتبادل التدفقات النقدية في المستقبل وفقاً لصيغة مرتبة أو معدة مسبقاً ، ويمكن اعتبارها محافظ من العقود الآجلة ، ولذلك فإن دراسة المبادلات امتداد طبيعي لدراسة العقود الآجلة والعقود المستقبلية .

وقد تم التفاوض على أول عقود للمبادلة في عام 1981 ومنذ ذلك الوقت نمت السوق سريعاً جداً ، ويتم التفاوض سنوياً على عقود بمئات البلايين من الدولارات ، وفي هذا الفصل سوف نناقش كيف يتم تصميم المبادلات وكيف تستخدم وكيف يمكن تقدير قيمتها ، وسوف نتناول أيضاً بإيجاز طبيعة المخاطرة الأئتمانية التي تواجه المؤسسات المالية عندما تتداول المبادلات ، والعقود المالية الأخرى المماثلة .

• آليات عمل مبادلات أسعار الفائدة :

النوع الأكثر شيوعاً من المبادلات هو مبادلة الفائدة « الفانيليا السادة » وهي هذا النوع يوافق الطرف (ب) على أن يدفع للطرف الآخر (أ) تدفقات نقدية تساوى الفائدة بسعر ثابت مقرر مسبقاً على أصل الدين وهمي أو اعتبارى (أى مبلغ يستخدم فقط لأغراض حساب الفائدة ولذلك يمكن أن نسميه المبلغ الحسابي Notional Principal لعدد من السنوات ، في نفس الوقت يوافق الطرف (أ) على أن يدفع للطرف (ب) تدفقات نقدية تساوى الفائدة بسعر معوم على نفس أصل الدين الوهمي أو الاعتبارى عن نفس الفترة الزمنية ، وتكون

عملات مجموعتى تدفقات الفائدة النقدية واحدة ، ويمكن أن يتراوح عمر المبادلة بين عامين وأكثر من 15 عاماً .

London Interbank Office

• سعر الفائدة بين البنوك في لندن

يكون السعر العائم (المتغير) في كثير من اتفاقيات مبادلات الفائدة هو سعر London Interbank Office أو LIBOR وهو عبارة عن سعر الفائدة المطروح بواسطة البنك على الودائع من البنوك الأخرى في أسواق العملة الأوروبية وسعر LIBOR لشهر واحد هو السعر المدفوع على ودائع شهر واحد ، وسعر LIBOR لثلاث شهور هو السعر المدفوع على ودائع الثلاثة شهور وهلم جراً .

ويتم تحديد أسعار LIBOR بواسطة التداول الذي يتم بين البنوك ويتغير باستمرار مع تغير الظروف الاقتصادية . ومثلاً يكون سعر الفائدة الأساسي هو سعر الفائدة المرجعى للقروض ذات الأسعار المتغيرة في السوق المالية المحلية، فإن سعر LIBOR يكون هو السعر المرجعى للقروض في الأسواق المالية الدولية، ولفهم كيف يستخدم هذا السعر افترض أنه تم تحديد سعر فائدته بأنه LIBOR لستة شهر زائد 5% سنوياً ، فإن عمر القرض سوف يقسم إلى فترات كل منها مدتها 6 أشهر ، وبالنسبة لكل فترة يتم تحديد سعر الفائدة على أساس 5% سنوياً إضافية على سعر LIBOR في بداية المدة ، وتدفع الفائدة في نهاية المدة ، ومثلاً ذكرنا سابقاً فإن LIBOR لثلاثة شهور هو سعر الفائدة الذي يقوم عليه عقد عمليات اليورو دولار الآجلة ذات الشعبية الكبيرة والمتداولة في بورصة شيكاغو التجارية .

• مثال:

افتراض أن هناك مبادلة لثلاث سنوات تم الدخول فيها يوم 1 مارس 1996

حيث توافق الشركة (ب) على أن تدفع للشركة (أ) سعر 5% سنوياً على أصل دين وهمي أو اعتباري بقيمة 100 مليون دولار ، وفي المقابل توافق الشركة (أ) على أن تدفع للشركة (ب) سعر LIBOR لستة شهور على نفس أصل الدين الهمي نحن نفترض أن الاتفاقية تنص على تبادل المدفوعات كل 6 شهور ويمكن تمثيل هذه المبادلة بيانياً كما في الشكل 4-1 .

سوف تحدث المبادلة الأولى للمدفوعات في 1 سبتمبر 1996 بعد الدخول في الاتفاقية بـ 6 شهور ، وسوف تدفع الشركة (ب) للشركة (أ) 2.5 مليون دولار هي الفائدة على أصل الدين البالغ 100 مليون دولار أما (أ) فتدفع له (ب) سعر LIBOR السائد خلال السنتين السابقتين 1 سبتمبر 1996 - أى في 1 مارس 1996 وافتراض أن سعر LIBOR (6 شهور) في 1 مارس 1996 هو 4.2% فإن الشركة (أ) سوف تدفع إلى الشركة (ب) مبلغ هو :

$$.5 \times .042 \times \$100 = 2.1$$

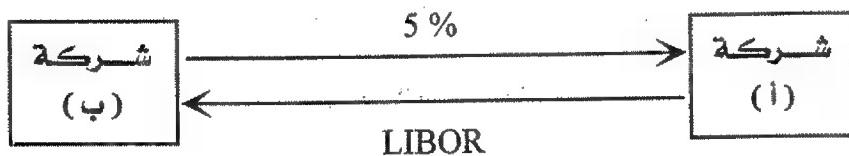
أى مبلغ 2.1 مليون دولار (لاحظ ضريبنا في 5.5 لأنه عن نصف سنة) .

ولاحظ أيضاً أنه لا يوجد عدم تأكيد بخصوص هذه المبادلة الأولى للمدفوعات حيث أنها تتحدد بواسطة سعر LIBOR وقت الدخول في العقد .

وسوف يحدث التبادل الثاني للمدفوعات في 1 مارس 1997 أى بعد مرور عام واحد على بدء الاتفاق ، وسوف تدفع الشركة (ب) 2.5 مليون دولار للشركة (أ) ، وسوف تدفع الشركة (أ) سعر فائدة على أصل الدين البالغ 100 مليون دولار للشركة (ب) بسعر LIBOR (6 شهور) والذي كان معيناً به قبل 1 مارس 1997 بـ 6 شهور ، أى في 1/9/1996 أفترض أن سعر LIBOR في

1/9/1996 هو 4.8% إذن سوف تدفع الشركة (أ) $0.48 \times 0.5 \times 100$ مليون دولار أو 2.4 مليون دولار للشركة (ب).

وتوجد ست مبادلات للمدفوعات في المبادلة، وهناك مدفوعات ثابتة تكون دائمًا 2.5 مليون دولار ومدفوعات السعر المعوم أو المتغير في يوم الدفع يتم احتسابها باستخدام سعر LIBOR الذي كان معمولاً به قبل يوم الدفع بـ 6 شهور، ويتم تصميم مبادلةفائدة بحيث يرسل أو يحول جانب الفرق بين نوعي المدفوعات لجانب الآخر وفي المثال المذكور، سوف تدفع الشركة (ب) للشركة (أ) 4.4 مليون دولار فرق وهي عبارة عن (2.5 مليون - 2.1 مليون) وذلك في 1/9/1996 وتدفع أيضاً 1.1 مليون دولار (2.5 مليون - 2.4 مليون) في 1 مارس 1997.



شكل (4-4) مبادلة سعر فائدة بين شركتين

جدول (4-1) :

يبين التدفقات النقدية للشركة (ب) بـ 100 مليون دولار في مبادلة فائدة تحسب على أساس مبلغ اعتباري 100 مليون دولار لمدة 3 سنوات عندما يدفع 5% فائدة ثابتة ويحصل على LIBOR (ليبور).

النقدى	صافى التدفقى	تدفق نقدى ثابت	تدفق نقدى متغير(عائم)	سعر ليبور	التاريخ
-	-	-	-	4.2	1 مارس 1996
- .40	- 2.50	+ 2.1	4.8	1 سبتمبر 1996	
- .10	- 2.50	+ 2.4	5.3	1 مارس 1997	
+ .15	- 2.50	+ 2.65	5.5	1 سبتمبر 1997	
+ .25	- 2.50	+ 2.75	5.6	1 مارس 1998	
+ .30	- 2.50	+ 2.80	5.9	1 سبتمبر 1998	
+ .45	- 2.50	+ 2.95	6.4	1 مارس 1999	

ويوضح الجدول (4-1) مثلاً كاملاً للمدفوعات التي سوف تسدد بموجب عملية مبادلة على مجموعة معينة من أسعار LIBOR (6 شهور في كل عملية دفع) . حيث يبين الجدول تدفقات المبادلة النقدية من منظور الشركة (ب) ، لاحظ أن أصل القرض أو الدين البالغ 100 مليون دولار يستخدم فقط من أجل حساب مدفوعات الفائدة ، أما الأصل نفسه فلا تتم مبادلته وهذا هو السبب في تسميتها بأصل الدين الوهمي أو الاعتباري .

وإذا تم تبادل أصل الدين في نهاية عمر المبادلة فإن طبيعة الصفقة لن تتغير بأي حال ، وهذا لأن أصل الدين يظل واحداً للمدفوعات الثابتة والمغومة ، أن مبادلة 100 مليون دولار مقابل 100 مليون دولار في نهاية عمر المبادلة لا تعنى شيئاً بالنسبة لأى من الطرفين .

ويوضح الجدول (4-2) التدفقات النقدية الواردة في جدول (4-1) بعد

أضافة التبادل النهائي لأصل الدين ، التدفقات النقدية في العمود الثالث من هذا الجدول هي التدفقات النقدية من مركز طويل في سند ذو سعر فائدة معoom (أو متغير) والتدفقات النقدية في العمود الرابع هي تدفقات نقدية من مركز قصير في سند ذو سعر ثابت ، ويوضح الجدول أن المبادلة يمكن اعتبارها مبادلة سند ذو سعر ثابت بسند ذو سعر عائد (متغير) ، والشركة (ب) - الموصوف مركزها في جدول (4-2) لها مركز طويل في سند ذي سعر عائم ومركز قصير في مركز ذو سعر ثابت ، أما الشركة (أ) فلها مركز طويل في سند ذو سعر عائم .

جدول (4-2): التدفقات النقدية من واقع جدول (4-1)

عندما يكون هناك تبادل نهائي لأصل الدين

صافي التدفقات النقدية	تدفقات نقدية ثابتة	تدفقات نقدية متغيرة	سعر LIBOR %	التاريخ
- .40	- 2.50	+ 2.10	4.2	1 مارس 1996
- .10	- 2.50	+ 2.40	4.8	1 سبتمبر 1996
+ .15	- 2.50	+ 2.65	5.3	1 مارس 1997
+ .25	- 2.50	+ 2.75	5.5	1 سبتمبر 1997
+ .30	- 2.50	+ 2.80	5.6	1 مارس 1998
+ .45	- 102.50	+ 102.95	5.9	1 سبتمبر 1998
			6.4	1 مارس 1999

إن هذا التحديد لسمات التدفقات النقدية في المبادلة يساعد في توضيح السبب في أن السعر العائم في المبادلة يوضع قبل 6 شهور من دفعه ، أن أداة

الفائدة ذات السعر العائم توضع عموماً في بداية المدة التي سوف تطبق عليها وتدفع في نهاية المدة ، ومبادلة الفائدة « الفانيليا السادة » مثل المذكورة في جدول (4-2) مصممة بحيث تناظر المدفوعات على الجانب المعوم (أو المتغير) الفائدة المدفوعة على القرض ذو الفائدة المعومة .

• استخدام المبادلة في تحويل التزام ما :

بالنسبة للشركة (ب) يمكنها استخدام المبادلة من أجل تحويل قرض ذو سعر فائدة عائم إلى قرض بسعر فائدة ثابت ، أفترض أن الشركة (ب) رتبت لاقتراض 100 مليون دولار بسعر LIBOR زائد 80 نقطة أساس (نقطة الأساس الواحدة تساوى 1% ولذلك فإن السعر هو LIBOR زائد 8%) بعد دخول الشركة (ب) في المبادلة فإنه ستوجد ثلاثة مجموعات من التدفقات النقدية.

١ - أن تدفع $LIBOR + 8\%$ إلى مقرضيها الخارجيين .

ب - أن تحصل على $LIBOR$ وفقاً لشروط المبادلة .

ج - أن تدفع 5% بموجب شروط المبادلة .

ومجموعات التدفقات النقدية الثلاثة يكون صافيها هو سداد سعر فائدة صافي قدر 5.8% وبذلك فإنه بالنسبة للشركة (ب) يمكن للمبادلة أن يكون تأثيرها هو تحويل السلفيات أو المبالغ المقترضة بسعر عائم هو سعر LIBOR زائد 80 نقطة أساس إلى مبالغ مقترضة بسعر فائدة ثابت هو 5.8% .

أما بالنسبة للشركة (أ) فإن المبادلة يمكن أن يكون تأثيرها هو تحويل قرض ذو سعر فائدة ثابت إلى قرض بسعر فائدة معوم ، أفترض أن الشركة

(أ) لديها قرض لثلاث سنوات بمبلغ 100 مليون دولار تدفع عليها قائد قدرها 5.2% ، حيث يكون لها بعد دخول عقد المبادلة ثلاثة مجموعات من التدفقات النقدية :

١- فهى تدفع 5.2% لمقرضيها الخارجيين (حملة السنادات).

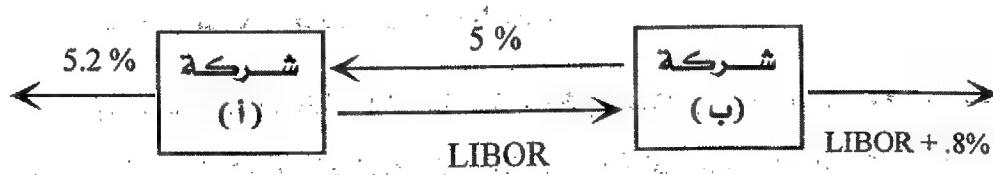
ب - وتدفع سعر فائدة LIBOR بموجب شروط الميادلة .

جـ- وتحصل على 5% بموجب شروط الميادلة .

ومحصلة هذه المجموعات الثلاث هي دفعة سعر فائدة عبارة عن LIBOR زائد 2%. (أو سعر LIBOR زائد 20 نقطة أساس).

ويذلك فإنه بالنسبة للشركة (أ) يمكن أن يكون تأثير المبادلة تحويل المبالغ المقترضة بسعر ثابت 5.2 % إلى مبالغ مقترضة بسعر معoom هو LIBOR زائد 20 نقطة أساس .

ويوضح الشكل (4-2) هذه الاستخدامات المحتملة للمبادلة بواسطة الشركتين (أ) ، (ب) .



• استخدام عقود المبادلات في تحويل أصل ما :

أن المبادرات يمكن أيضاً أن تحول وتحتاج طبيعة أصل ما ، تأمل مثلاً وضع الشركة (ب) في مثالنا ، أن المبادلة كان يمكن أن يكون تأثيرها تحويل أصل يغلق فائدة ثابتة إلى أصل يكسب فائدة معومة ، افترض أن الشركة (ب) تمتلك سندات بقيمة 100 مليون دولار عائدتها 4.7٪ على مدى الثلاث سنوات التالية ، بعد أن

تدخل الشركة (ب) في المبادلة يكون لديها ثلاثة مجموعات من التدفقات النقدية :

أ - تقوم بتحصيل 4.7 % على السندات .

ب - تقوم بتحصيل LIBOR بموجب شروط المبادلة .

ج - تدفع 5% بموجب شروط المبادلة .

ومحصلة هذه المجموعات الثلاث تدفق سعر فائدة إلى الداخل هو LIBOR ناقص 30 نقطة أساس ، وبذلك فإن تحويل أصل يفل 4.7% إلى أصل يكسب LIBOR ناقص 30 نقطة أساس .

ولنأخذ بعد ذلك الشركة (أ) فتأثير المبادلة يمكن أن يكون تحويل أصل يكسب سعر فائدة معoom إلى أصل يكسب فائدة ثابتة ، أفترض أن الشركة (أ) لديها استثمار بمبلغ 100 مليون دولار عائد LIBOR ناقص 25 نقطة أساس ، بعد دخول الشركة في المبادلة يكون لديها ثلاثة مجموعات من التدفقات النقدية:

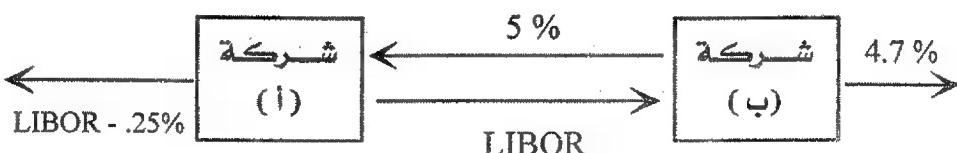
أ - تحصل على LIBOR ناقص 25 نقطة أساس على استثمارها .

ب - تدفع LIBOR بموجب شروط المبادلة .

ج - تحصل على 5% بموجب شروط المبادلة .

ومحصلة أو صافي هذه المجموعات هو تدفق فائدة إلى الداخل هو 4.75%

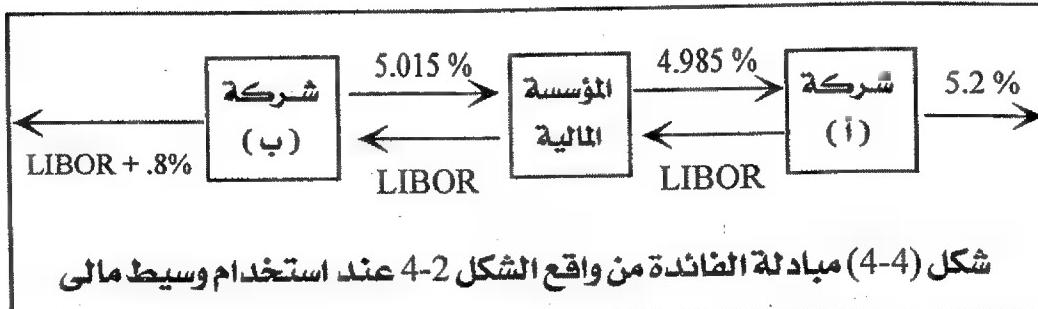
ويوضح الشكل (4-3) هذه الاستعمالات المحتملة للمبادلة بواسطة (أ) ، (ب) .



شكل (4-3) الشركاتان أ، ب يستخدمان المبادلة في تحويل أصل ما

دور الوسيط المالي:

في العادة لا تتصل شركتان غير ماليتين ببعضهما البعض مباشرة للترتيب للمبادلة بالصورة المبينة في الشكلين (2-4) و (3-4) بل تتعامل كل منهما مع وسيط مالي مثل أحد البنوك أو مؤسسة مالية أخرى ويتم إجراء مبادلات «الفاينليا السادة» للأسعار الثابتة مقابل الأسعار المعومة الأمريكية بحيث تكتسب المؤسسة المالية 3 نقاط أساس (أى 0.03%) على نجاح من المعاملات المقابلة.



شكل (4-4) مبادلة الفائدة من واقع الشكل 2-4 عند استخدام وسيط مالي

ويوضح الشكل (4-4) ما يمكن أن يكون عليه دور المؤسسة المالية في الموقف المبين في الشكل (2-4) تدخل المؤسسة المالية في معاملتي مبادلة مقاصة مع الشركتين (أ ، ب) وعلى افتراض أن أنه لا الشركة (أ) ، ولا الشركة (ب) تعجز عن الدفع ، فإن المؤسسة المالية تكون متأكدة من تحقيق ربح بنسبة 0.03% ، (3 نقاط أساسية) في العام الواحد على أصل القرض البالغ 100 مليون دولار (ويبلغ هذا الرقم 30 ألف دولار سنوياً على مدار الثلاث سنوات) . وينتهي الحال بالشركة (ب) إلى الاقتراض بسعر 5.815% (بدلاً من 5.8% كما في الشكل 2-4) وينتهي الحال بالشركة (أ) إلى الاقتراض بسعر LIBOR زائدة 21.5 نقطة أساس (وذلك بدلاً من سعر LIBOR زائد 20 نقطة أساس كما في الشكل 2-4) .

ويبين الشكل (4-5) دولار المؤسسة المالية في الموقف الموضح في الشكل (4-3) ، مرة أخرى المؤسسة المالية متأكدة من تحقيق ربح بنسبة 3 نقط أساسية، وإذا لم تختلف أياً من الشركات عن الدفع في المبادلة ، وينتهي الأمر بالشركة (ب) إلى كسب LIBOR ناقصاً 31.5 نقطة أساس (بدلاً من LIBOR ناقص 30 نقطة أساس كما في الشكل 4-3) وينتهي الأمر بالشركة (أ) إلى كسب 4.735% (بدلاً من 4.75% كما في الشكل 4-5) .

لاحظ أنه في كل حالة ، يوجد لدى المؤسسة المالية عقدان منفصلان أحدهما مع الشركة (أ) والأخر مع الشركة (ب) ، وفي معظم الأحوال لن تعلم الشركة (أ) حتى أن المؤسسة المالية دخلت في مبادلة مقاومة مع الشركة (ب) والعكس صحيح ، وإذا تختلف أحدى الشركات عن الدفع يظل على المؤسسة المالية أن تحترم التزامها واتفاقها مع الشركة الأخرى ، ويعوض المدى المكون من 3 نقاط أساس والذي تحصل عليه المؤسسة المالية جزئياً مخاطرة عدم السداد التي تتحملها .

Pricing Schedules

جدول التسعير

السعر الثابت في مبادلة « الفانيлиا السادة » يتم في العادة بيانه كعدد معين من نقاط الأساس علقة على عائد سندات الخزانة (TN) وفي أي وقت معين يتم تقرير الهوامش Spreads الخاصة بالمبادلات بواسطة العرض والطلب ، فإذا أراد عدد أكبر من المشاركين في السوق الحصول على سعر ثابت وليس معوم ، تميل الهوامش إلى الهبوط ، أما إذا حدث العكس فإنها تميل إلى الارتفاع .

Warehousing

تخزين طلبات المبادلات

في الواقع العملي فإنه من المستبعد أن تتصل شركتان بمؤسسة مالية (بنك

مثلاً) في نفس الوقت بالضبط وترغبان في اتخاذ مراكز عكسية في نفس المبادلة ، ولهذا السبب تكون معظم المؤسسات المالية مستعدة لتخزين مبادلات الفائدة ، ويتضمن ذلك الدخول في مبادلة مع طرف ثم إجراء تحوط من مخاطرة أسعار الفائدة إلى أن يتم العثور على طرف آخر راغب في اتخاذ مركز مقابل ، وتعد العقود المستقبلية التي سبق مناقشتها في الفصل السابق أحد وسائل تنفيذ التحوط .

• الميزة النسبية :

تعلق أحدى التفسيرات الشائعة المطروحة بخصوص شعبية عقود المبادلات بالميزة النسبية ، ولنأخذ مثلاً حالة استخدام مبادلات الفائدة في تحويل التزام ما ، ويقال أن بعض الشركات لديها ميزة نسبية عند الاقتراض في أسواق الأسعار الثابتة ، على حين أن البعض الآخر لديه ميزة نسبية في أسواق الأسعار العالمية ، وعند الحصول على قرض جديد يكون من المنطقى أن تذهب الشركة إلى السوق التي توجد لها فيها ميزة نسبية ، وقد تؤدى هذا بالشركة إلى الاقتراض بأسعار فائدة ثابتة في الوقت الذي ترغب فيه في أسعار معومة أو الاقتراض بأسعار معومة وهي تريد أسعار ثابتة ، وتستخدم المبادلة في تحويل قرض بسعر فائدة ثابت إلى قرض بسعر فائدة معوم أو العكس .

• مثال :

بفرض أن شركتين (أ) ، (ب) ترغبان في اقتراض 10 مليون دولار لمدة 5 سنوات وعرضت عليهما أسعار الفائدة الموضحة في جدول 4-3 .

جدول (3-4) : أسعار الفائدة التي تمثل أساساً لنظرية الميزة النسبية

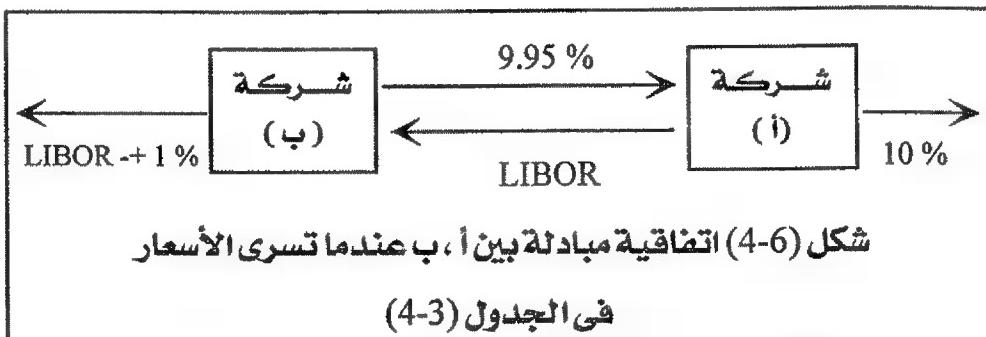
العنوان	الثابت	غير ثابت
.3% + LIBOR 6 شهور	10 %	شركة (أ)
1% + LIBOR 6 شهور	11.2 %	شركة (ب)

وإذا أفترضنا أن الشركة (ب) ترغب في الاقتراض بسعر فائدة ثابت على حين ترغب الشركة (أ) في الاقتراض أموال بسعر فائدة معoom على أساس LIBOR (6 شهور)، ومن الواضح أنه ينبع على الشركة (ب) أن تخفض الترتيب الائتمانى Credit Rating عن الشركة (أ) حيث أنها تدفع أسعار فائدة أعلى من الشركة (أ) في الأسواق الثابتة والمغومة.

ومن الملامح الرئيسية للأسعار المقدمة للشركاتين (أ) ، (ب) أن الفرق بين السعرتين الثابتتين أكبر من الفرق بين السعرتين المعومتين .

حيث تدفع الشركة (ب) 1.2% أكثر من الشركة (أ) في أسواق الأسعار الثابتة و 7%. فقط أكثر من الشركة (أ) في أسواق الأسعار المعومة ، وببدو من ذلك أن الشركة (ب) تتمتع بميزة نسبية في أسواق أسعار الفائدة العائمة على حين يبدو أن الشركة (أ) لها ميزة نسبية في أسواق الأسعار الثابتة ، وهذا التباين الظاهر هو الذي يؤدي إلى إمكانية التفاوض على المبادلة ، فالشركة (أ) تقترض أموالاً بسعر فائدة ثابتة قدره 10% سنوياً والشركة (ب) تقترض أموالاً بسعر فائدة عائم هو LIBOR زائد 1% سنوياً ، وبذلك تدخل الشركاتان في إتفاقية مبادلة لضممان أن ينتهي الأمر بالشركة (أ) إلى أن تكون أموالها المقترضة ذات سعر عائم والشركة (ب) بأموال ذات سعر ثابت .

ولكي نفهم كيف تعمل المبادلة ، سوف نفترض أن (أ) ، (ب) تتصلان ببعضهما مباشرة ، وتبين نوعية المبادلة التي قد يتم التفاوض عليها في الشكل (4-6) حيث تتوافق الشركة (أ) على أن تدفع للشركة (ب) فائدة مقدارها سعر LIBOR (6 شهور) على 10 مليون دولار ، وفي المقابل تتوافق الشركة (ب) على أن تدفع للشركة (أ) فائدة بسعر ثابت قدره 9.95% سنوياً على نفس المبلغ أى 10 مليون دولار .



ويوجد بذلك لدى الشركة (أ) ثلاثة مجموعات من تدفقات الفائدة النقدية :

- أ - تدفع 10% سنوياً للمقرضين الخارجيين .
- ب - تحصل على 9.95% سنوياً من الشركة (ب) .
- ج - تدفع LIBOR للشركة (ب) .

أن التأثير الصافي لهذه التدفقات النقدية الثلاثة هو أن الشركة (أ) سوف تدفع LIBOR زائد 0.05%. سنوياً . وهذا يقل 25%. سنوياً عما كانت ستدفعه إذا توجهت مباشرة إلى الأسعار المعومة .

كذلك يوجد لدى الشركة (ب) ثلاثة مجموعات من تدفقات الفائدة النقدية:

- أ - تدفع LIBOR + 1% سنوياً للمقرضين الخارجيين .

ب - تحصل على LIBOR من شركة (أ).

ج - تدفع 9.95 سنوياً إلى الشركة (أ).

ويكون التأثير الصافي لمجموعات التدفق النقدي الثلاثة هو أن الشركة (ب) تدفع 10.95 سنوياً ، ويقل هذا بمقدار 25% سنوياً عما كانت مستدفعة لو أنها اتجهت مباشرة إلى أسواق الأسعار الثابتة .

ويبدو أن ترتيب المبادلة يحسن من مركز كل من الشركة (أ) ، (ب) بمقدار 25%. سنوياً ، ولذلك فإن المكسب الإجمالي يكون 5%. سنوياً وكان يمكن احتساب ذلك مقدماً ، أن المكسب الكلى الظاهر من إتفاقية مبادلة الفائدة يكون دائماً (a - b) حيث a هو الفرق بين أسعار الفائدة التي تواجه الشركتين في أسواق الأسعار الثابتة بينما b فهى الفرق بين أسعار الفائدة التي تواجه الشركتين في أسواق الأسعار المغومة وفي هذه الحالة فإن $a = 1.2$ و $b = .70\%$.
أما إذا لم تتعامل الشركتان (أ) ، (ب) مباشرة مع بعضهما البعض واستعنان بمؤسسة مالية ، فإن المؤسسة المالية سوف تحصل على مكسب أو هامش مقداره 3 نقاط أساس تقريراً . ويعنى هذا أن المكسب الكلى الظاهر بالنسبة لـ أ ، ب سوف يكون 47 نقطة أساس فقط .

• النقد الموجه للنظرية المizza النسبية :

أن نظرية المizza النسبية لتفسير جاذبية مبادلات الفائدة مثار جدل وتساؤلات ، ومن أهم التساؤلات المثارة :

لماذا ينبغي أن يحدث تفاوت كما هو الوضع في الجدول 3-4 بين الأسعار المعروضة على الشركتين (أ) ، (ب) ، ولماذا الاختلاف في أسواق الأسعار الثابتة

والمعومة ؟ والآن وبعد أن أصبح سوق المبادلات موجوداً لبعض الوقت يمكننا أن نتوقع بشكل معقول أن تختفي هذه الأنواع من الفروق .

ان السبب في استمرار وجود فروق المدى قد يكون راجعاً جزئياً إلى طبيعة العقود المتاحة للشركات في أسواق الأسعار الثابتة والمعومة وأسعار 10% و 11.2% المتاحة للشركةين (أ) ، (ب) في أسواق الأسعار الثابتة من المحتمل أن تكون الأسعار التي يمكن بها للشركةين أن يصدرا سندات بسعر ثابت ومدتها 5 سنوات .

وأسعار $LIBOR + 1\% + 3\%$ أمام الشركة (أ) والشركة (ب) في أسواق الأسعار المعومة . هي أسعار مدة 6 شهور ، وفي سوق الأسعار المعومة يكون للمقرض عادة فرصة مراجعة الأسعار المعومة كل 6 شهور ، فإذا هبطت الجدارة الائتمانية للشركة (أ) أو الشركة (ب) يكون أمام المقرض الخيار لزيادة الهامش عن سعر LIBOR المحصل ، وفي الظروف القصوى يستطيع المقرض أن يرفض إجراء Roll Over للقرض على الاطلاق ، ومقدموا التمويل ذو السعر الثابت لديهم خيار تغيير شروط القرض بهذه الطريقة .

إن الهامش بين الأسعار المعروضة على الشركةين (أ) ، (ب) تعكس مدى احتمال تخلف الشركة (ب) عن الدفع بالمقارنة بالشركة (أ) خلال الشهور الستة التالية ، يكون هناك فرصة ضئيلة جداً لتخلف أي من (أ) أو (ب) عن الدفع ، وتوضح أحصائيات العجز عن الدفع أن احتمال حدوث تخلف عن الدفع من جانب الشركة ذات الترتيب الائتماني المنخفض (مثل الشركة (ب)) يزيد أسرع من احتمال عجز الشركة ذات الترتيب الائتماني المرتفع (مثل الشركة (أ)) عن الدفع وهذا هو السبب في أن الهامش بين أسعار الخمس سنوات أكبر من الهامش بين أسعار الست شهور .

ويعد التفاوض على قرض بسعر معوم قدره $LIBOR + 1\%$ والدخول في المبادلة الموضحة في الشكل (4-6) نذهب إلى أن الشركة (ب) حصلت على قرض ذو سعر ثابت بـ 10.95% والمحاولات التي نطرحها الآن توضح أن هذا ليس هو الوضع في الحقيقة ، ففي الواقع العملي يكون السعر المدفوع 10.95% فقط إذا استطاعت الشركة (ب) أن تستمر في اقتراض أموال بسعر معوم بهامش نسبة 1% زيادة عن $LIBOR$ على سبيل المثال :

إذا هبط التقدير الائتماني للشركة (ب) بحيث يتم إجراء Rollover للقرض ذي السعر المعوم بـ $LIBOR + 2\%$. فإن السعر المدفوع بواسطة الشركة (ب) سوف يزيد إلى 11.95% ، ويشير سعر الاقتراض المرتفع نسبياً لـ 5 سنوات . المعروض على (ب) والموضح في الجدول (4-3) أن السوق ترى أنه من المتوقع أن يرتفع الهامش الخاص بالشركة (ب) عن سعر $LIBOR$ (6 شهور) للأموال المقترضة ، ومع افتراض أن الأمر كذلك فإن متوسط سعر إقتراض الشركة (ب) إذا دخلت في المبادلة يكون أكبر من 10.95% .

والمبادلة الموضحة في الشركة (4-6) تجمد أو تثبت سعر $LIBOR + 1\%$ للشركة (أ) لمدة 5 سنوات التالية كلها وليس الشهور الستة التالية فقط ، وما لم يوجد سبب قوى يدعو للأفتراض بأن التقدير الائتماني للشركة (أ) سوف يتحسن ، يبدو أن تلك صفة جيدة بالنسبة للشركة (أ) ، أما عيب الترتيب بالنسبة للشركة (أ) فهو احتمال عجز الطرف المقابل عن الدفع .

ويوضح الشكل (4-6) أن الطرف المقابل هو الشركة (ب) ولكن كما سبق أن أوضحنا من قبل ، فإنه من المحتمل أن تلعب مؤسسة مالية دور الوسيط كما

في الشكل (4-4)، وعلى الشركة (أ) عندئذ أن تأخذ في الاعتبار الجدار الإئتمانية للمؤسسة المالية عند اتخاذ قرارها.

Currency Swaps

مبادلات العملة

هناك نوع شائع من المبادلات يعرف باسم مبادلات العملة، وهو يتضمن في أبسط صورة مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على قرض مكافئ تقريباً بعملة أخرى.

ويمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى، ولتوسيع أسلوب عمل مبادلة العملة، نفترض أن الشركة (أ) والشركة (ب) تعرض عليهما أسعار الفائدة الثابتة 5 سنوات بالدولار الأمريكي والجنيه الاسترليني الموضحة في الجدول 4-4، وهذا الجدول يوضح أن أسعار الفائدة بالاسترليني أعلى عموماً من أسعار الفائدة بالدولار الأمريكي، كذلك فإن الشركة (أ) ذات جدارة إئتمانية أفضل من الشركة (ب).

جدول (4-4): أسعار الاقتراض المحركة لمبادلة العملة

تم تعديل الأسعار لتعكس المزايا / العيوب الضريبية

الاسترليني	الدولار	بيان شركة (أ) شركة (ب)
11.6 %	8 %	شـركـة (أ)
12 %	10 %	شـركـة (ب)

ويلاحظ من الجدول (4-4) أن الشركة (أ) ذات الجدارة الإئتمانية المرتفعة يعرض عليها سعر فائدة مواطى بدرجة أكبر في العمليتين، ومن وجهة نظر

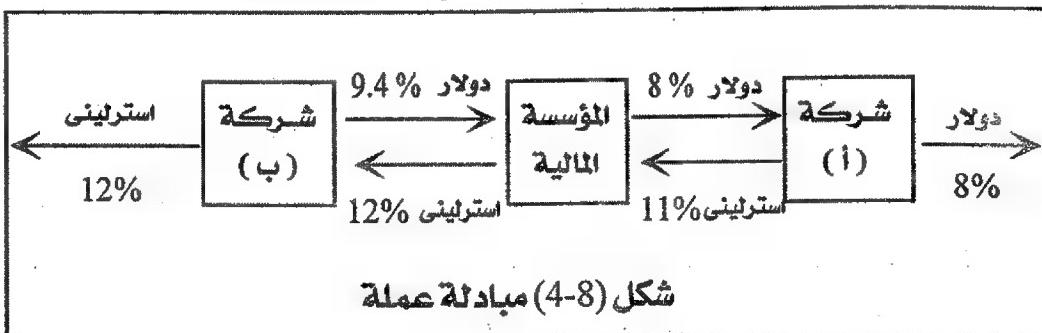
متداول المبادلة فإن الجانب المثير للاهتمام في الجدول (4-4) هو الفروق بين الأسعار المطروحة على الشركتين (أ) ، (ب) في السوقين ليست واحدة فالشركة (ب) تدفع 2% أكثر من الشركة (أ) في سوق الدولار الأمريكي وتدفع 4%. فقط أكثر من الشركة (أ) في سوق الجنيه الاسترليني .

ويماثل هذا الموقف ذلك الوضع المبين في الجدول (4-3) فالشركة (أ) تتمتع بميزة نسبية في سوق الدولار الأمريكي على حين تتمتع الشركة (ب) بميزة نسبية في سوق الاسترليني ، وكما سبق أن ذكرنا فإن الميزات النسبية تكون خادعة عموماً عند مقارنة أسعار الفائدة الثابتة والعائمة ، بينما نحن هنا نقارن بين الأسعار المعروضة بعمليتين مختلفتين ، ومن المحتمل بدرجة أكبر أن تكون الميزات النسبية حقيقة ، والميزة النسبية الموضحة في الجدول (4-4) قد تنشأ من الموقف الذي تكون فيه الشركة (أ) شركة أمريكية معروفة بشكل أفضل للمستثمرين الأمريكيين والشركة (ب) شركة بريطانية ، معروفة جيداً للمستثمرين البريطانيين ، ومن المحتمل بدرجة أكبر أن تنشأ من البيانات الضريبية التي تعمل فيها الشركتين (أ) ، (ب) (نحن نفترض أن الأسعار في الجدول (4-4) قد تمت تسويتها لعكس الأثر الضريبي) ، ونفترض أن الشركة (أ) ترغب في اقتراض استرليني وأن الشركة (ب) ترغب في اقتراض دولارات ، ويخلق ذلك موقفاً مثالياً لحدوث مبادلة عملة ، وتقترض الشركة (أ) والشركة (ب) من السوق التي تتمتع فيه بميزة نسبية ، أي تقترض الشركة (أ) دولارات على حين أن الشركة (ب) تقترض بالجنيهات الاسترلينية ، وهو ما يستطيعان استخدام مبادلة عملة لتحويل قرض (أ) إلى قرض استرليني وقرض (ب) إلى قرض دولارى.

ومثلاً ذكرنا من قبل ، فإن الفرق بين أسعار الفائدة بالدولار 2% على حين أن الفرق بين أسعار الفائدة بالاسترليني هو 4% ، وبالمقارنة بحالة مبادلة الفائدة ، نتوقع أن يكون المكسب الكلي العائد على جميع الأطراف هو :

$$= 2 \% - .4 \% = 1.6 \%$$

وهناك طرق كثيرة لتنظيم المبادلة ويوضح الشكل (4-8) إحداها .



أن تأثير المبادلة هو تحويل سعر الفائدة الدولارى البالغ 8% سنوياً إلى سعر فائدة استرليني يبلغ 11% سنوياً بالنسبة للشركة (1) وهذا يجعل الشركة (1) أفضل حالاً بمقدار 6%. سنوياً مما لو اتجهت مباشرة إلى أسواق الاسترليني ، وبالمثل تقوم الشركة (ب) بتبادل قرض بالاسترليني بسعر 12% بقرض دولارى بسعر 9.4% ، فيكون حالها أفضل بنحو 6%. مما لو اتجهت مباشرة إلى أسواق الدولار ، ويكسب الوسيط المالى 1.4% سنوياً على تدفقاته النقدية الدولارية ويخسر 1% سنوياً على تدفقاته النقدية بالاسترليني ، ومع تجاهل الفرق بين العملتين ، يكون المكسب الصافي 4%. سنوياً . ومثلاً هو متوقع يكون المكسب الكلى بالنسبة لجميع الأطراف هو 1.6% سنوياً .

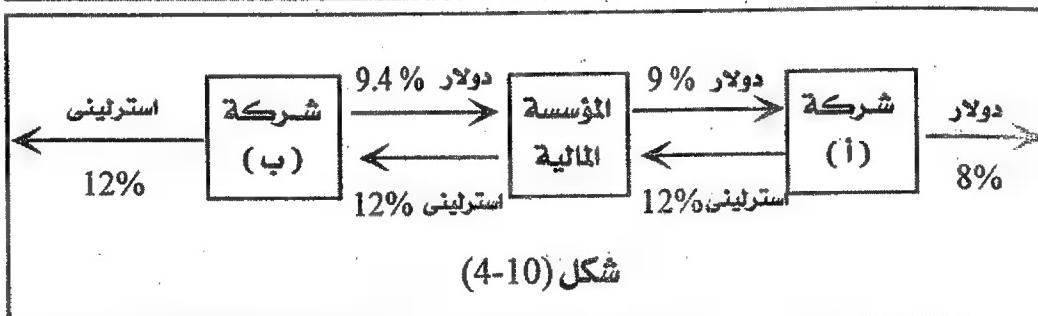
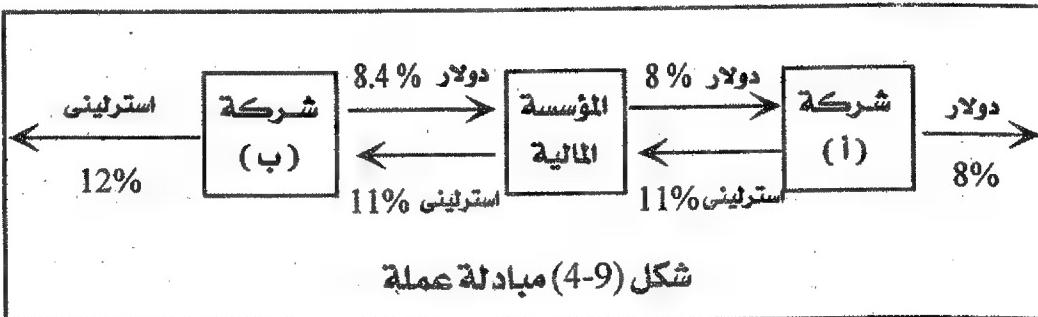
وتشترط اتفاقية مبادلة العملة أن يتم تحديد أصل الدين بكل واحدة من العملتين ، ويتم تبادل مبالغ أصل الدين عادة في بداية وفي نهاية عمر المبادلة ،

وهي تختار بحيث تتساوى تقريباً بسعر التبادل في بداية عمر المبادلة ، وفي المثال الموضح في الشكل (4-8) قد تكون مبالغ أصل الدين 15 مليون دولار ، 10 مليون استرليني ، ومن الناحية المبدئية تتتدفق مبالغ أصل القرض في الاتجاه العكسي للأسهم في الشكل (4-8) وتتدفق مدفوعات الفائدة أثناء عمر المبادلة ودفعه أصل الدين النهاية في نفس اتجاه الأسهم ، وبذلك في بداية المبادلة تدفع الشركة (أ) 15 مليون دولار وتحصل على 10 مليون جنيه استرليني ، وكل عام أثناء مدة عقد المبادلة ، تحصل الشركة (أ) على 1.2 مليون دولار ($= 8\%$ من 15 مليون دولار) وتتدفع 1.1 مليون استرليني عبارة عن ($= 11\%$ من 10 مليون استرليني) ، وفي نهاية عمر المبادلة . تدفع أصل الدين البالغ 10 مليون استرليني وتحصل على أصل دين قدرة 15 مليون دولار .

أن القارئ قد يشعر أن المبادلة في الشكل (4-8) غير مرضية لأن المؤسسة المالية معرضة لخطر صرف أجنبي ، وكل عام تحقق مكسباً قدرة 210 ألف دولار ($= 1.4\%$ من 15 مليون دولار) . وخسارة قدرها 100 ألف جنيه استرليني ($= 1\%$ من 10 مليون استرليني) .

ومع ذلك فإن المؤسسة المالية تستطيع تفادي هذه المخاطرة بشراء 100 ألف استرليني سنوياً في السوق الآجلة بالنسبة لكل عام من أعوام المبادلة ، ومن شأن ذلك أن يحقق مكسباً صافياً بالدولارات الأمريكية ، وإذا حاولنا أن نعيد تصميم المبادلة بحيث تتحقق المؤسسة المالية هامش قدرة 4% بالدولارات وهامش قدرة صفر بالنسبة للسترليني ، ولذلك فقد نخرج بالترتيب الوارد في الشكلين (4-9) و (4-10) .

ففي الشكل (4-9) تتحمل الشركة (ب) مخاطرة صرف أجنبي لأنها تدفع 1% بالسترليني و 8.4% بالدولار .



وفي الشكل (4-10) تتحمل الشركة (إي) مخاطرة صرف أجنبي لأنها تحصل على 1% سنوياً بالدولار وتدفع 12% بالاسترليني ، وبوجه عام فإنه من المنطقي بالنسبة للمؤسسة المالية أن تتحمل مخاطرة الصرف الأجنبي لأنها في أفضل وضع يمكنها من التحوط منها ومثل مبادرات الفائدة ، كثيراً ما يتم تخزين مبادرات العملة بواسطة المؤسسات المالية ، وتقوم المؤسسة المالية عندئذ بمراقبة اختصاصها بمختلف العملات بعناية حتى تستطيع التحوط من المخاطرة المتعلقة بها .

أنواع المبادرات الأخرى:

أن المبادلة في صورتها الأكثر عمومية هي عقد يتضمن تبادل لتدفقات نقدية وفقاً لصيغة تعتمد على قيمة أو أكثر من المتغيرات ولذلك لا يوجد حد لعدد أنواع المبادرات المختلفة التي يمكن ابتكرها .

في مبادلة الفائدة ، يمكن استخدام عدد من الأسعار العائمة المرجعية وأكثرها شيوعاً هو LIBOR (6 شهور) ومن الأسعار الأخرى المستخدمة (3 شهور) وسعر الورقة التجارية (شهر واحد) وسعر آذون الخزانة وسعر السندات البلدية المعقادة من الضرائب ، ويمكن تكوين المبادلات بحيث تتم مبادلة سعر عائم (مثل LIBOR مثلًا) بسعر عائم آخر ويسمح هذا للمؤسسة المالية بالتحوط من المخاطرة الناشئة من تمويل الأصول المعرضة أو الخاضعة لسعر عائم معين بواسطة التزامات (أو خصوم) خاضعة لسعر عائم مختلف .

وأصل الدين في إتفاقية المبادلة يمكن أن يتتنوع على مدى أجل المبادلة لتلبية حاجات الطرف المقابل ، ففي المبادلة المستهلكة Amortizing Swap يقل أصل الدين بصورة مقررة مسبقاً وقد يتم تصميم ذلك بحيث يناظر جدول الاستهلاك الزمني لقرض ما ، أما في مبادلة Step - Up Swap فيزيد أصل الدين بصورة مقررة مسبقاً ، ويمكن تصميم ذلك ليناظر الـ Draw Downs إتفاقية قرض ما ، ويمكن أيضاً ترتيب مبادلات آجلة أو مؤجلة Forward Swaps & Deferred Swaps وهي أنواع لا يبدأ الأطراف فيها تبادل مدفوعات الفائدة إلا في موعد مستقبلي معين .

ومن المبادلات الشائعة الاتفاق على تبادل سعر فائدة ثابت بعملة ما بسعر فائدة معوم في عملة أخرى ، وبهذه الطريقة تكون توليفة من مبادلة الفائدة «القانيليا السادة» ومبادلة العملة .

والمبادلات يمكن أن تكون قابلة للتمديد أو الإيقاف ، ففي النوع الأول يكون لأحد الطرفين الخيار في مد عمر المبادلة عن المدة المقررة ، وفي النوع الثاني يكون لأحد الطرفين خيار إنهاء المبادلة مبكراً .

وهناك أيضاً عقود اختيار الشراء / البيع لمبادلة الفائدة Swaption وهو في جوهره حق في مبادلة سند ذي سعر ثابت بأخر ذي سند معوم وحيث أن السند ذات السعر المعوم يساوى قيمته الأساسية في بداية المبادلة فإن Swaptions يمكن اعتبارها خيارات شراء / بيع أجل لقيمة السند ذاتي السعر الثابت وبسعر الممارسة المساوى لقيمة الأساسية .

أما مبادلة الاستحقاق المستمر Constant Maturity Swap (CMS) فهي إتفاق على مبادلة سعر LIBOR بسعر مبادلة (المثال على ذلك هو اتفاق على مبادلة LIBOR (6 شهور) بسعر مبادلة 10 سنوات كل 6 شهور على مدى الأعوام الـ 5 التالية :

أما مبادلة استحقاق الخزانة المستقرة (CMT) فهي إتفاق مماثل على مبادلة سعر LIBOR بسعر خزانة معين (مثل سعر الخزانة البالغة مدة 10 سنوات) ، أما مبادلة أصل الدين ذو المؤشر Indexed Principal Swap فهي مبادلة يقل فيها أصل الدين على نحو يعتمد على أسعار الفائدة (فكما انخفض سعر الفائدة كلما تعااظم الانخفاض في أصل الدين) ، أما المبادلة التفاضلية Differential Swap فهي مبادلة يتم فيها تبادل سعر فائدة معوم بعملة محلية بسعر فائدة معوم بعملة أجنبية ويتم تطبيق سعر الفائدة على نفس أصل الدين المحلي .

أما مبادلة حقوق الملكية Equity Swap فهي إتفاق على مبادلة توزيعات أرباح الأسهم والمكاسب الرأسمالية الحقيقة على مؤشر حقوق ملكية ما بسعر فائدة معوم أو ثابت ، ويمكن استخدام مبادلات حقوق الملكية بواسطة مديرى الاستثمار فى حقوق الملكية أو العكس) أما المبادلات السلعية Commodity

Swap فهىأخذة فى إكتساب شعبية متزايدة ، فالشركة التى تستهلك 100 الف برميل من البترول فى السنة يمكن أن توافق على دفع 2 مليون دولار سنوياً على مدى الأعوام العشرة التالية ، وتحصل فى المقابل على 100 ألف (S) حيث (S) تعنى السعر السوقى الجارى لبرميل البترول الواحد ويعمل هذا فعلياً على تثبيت تكالفة البترول بالنسبة لها عند 20 دولار للبرميل الواحد ، وبالمثل يمكن أن يوافق منتج البترول على التبادل العكسي فيثبت ذلك السعر الذى يتحقق نظير بترول عند مستوى 20 دولار للبرميل الواحد .

Credit Risk

المخاطرة الائتمانية :

تنطوى العقود مثل المبادرات والتى تمثل اتفاقيات خاصة بين شركتين على مخاطرة ائتمانية ، لنفترض مثلاً أن شركة مالية دخلت فى عقد مقاصة مع شركتين (أ) ، (ب) كما في الشكل (4-8) ، فإذا لم تعجز أيا من الشركتين عن الدفع تتطلب المؤسسة المالية مغطاة أو محمية بالكامل والهبوط فى قيمة عقد واحد سوف يعوضه دائماً زيادة فى قيمة العقد الآخر . ومع ذلك فهناك احتمال أن يتعرض أحد الطرفين لمصاعب مالية ويختلف عن الدفع ، ومع ذلك يظل على المؤسسة المالية أن تلتزم بعقدها مع الطرف الآخر .

أفترض أنه بعد مرور بعض الوقت على بدء سريان العقود فى الشكل (4-4) كان للعقد مع الشركة (ب) قيمة موجبة بالنسبة للمؤسسة المالية على حين أن العقد بالنسبة للشركة (أ) كان له قيمة سالبة ، فإذا تخلفت الشركة (ب) عن الدفع تكون المؤسسة المالية عرضة لخسارة كامل القيمة الموجبة التى لها فى هذا العقد ، ومن أجل البقاء فى مركز مشمول بالحماية ينبغى عليها أن تجد طرفاً ثالثاً مستعداً لاتخاذ مركز الشركة (ب) ، ولحث وإغراء الطرف الثالث على إتخاذ

المركز ، عليها أن تدفع للطرف الثالث مبلغًا مساوياً تقريباً لقيمة عقدها مع (ب) قبل التخلف عن الدفع .

وتتعرض المؤسسة المالية لمخاطر ائتمانية نابعة من مبادلة ما عندما تكون قيمة المبادلة بالنسبة للمؤسسة المالية موجبة فقط ، ولكن ماذا يحدث عندما تكون هذه القيمة سالبة ويترتب الطرف المقابل لصعاب مالية ؟ نظرياً يمكن للمؤسسة المالية أن تتحقق مكاسبأً حيث أن التخلف عن الدفع سوف يؤدي بها إلى التخلص من التزام ما ، أما عملياً فمن المحتمل أن يختار الطرف المقابل أن يبيع العقد لطرف ثالث أو إعادة ترتيب شئونه على نحو ما بحيث لا تضيع القيمة الموجبة التي له في العقد ، والافتراض الأكثر واقعية بالنسبة للمؤسسة المالية هو كما يأتي ، إذا أفلس الطرف المقابل سيكون هناك خسارة إذا كانت قيمة المبادلة بالنسبة للمؤسسة المالية موجبة ولن يكون هناك تأثير على مركز المؤسسة المالية إذا كانت قيمة المبادلة بالنسبة للمؤسسة المالية سالبة .

في بعض الأحيان يمكن أن تتتبأ مؤسسة مالية ما مقدماً بالعقد الذي سيكون له قيمة موجبة ، أرجع لمبادلة العملة في الشكل (4-8) حيث يلاحظ أن أسعار الفائدة بالاسترليني أعلى من أسعار الفائدة بالدولار وهذا يعني أنه بمروء الوقت يتحمل أن تجد المؤسسة المالية أن مبادلتها مع (أ) لها قيمة سالبة على حين أن مبادلتها مع (ب) لها قيمة موجبة ، ولذلك فإن الجدار الإئتمانية لـ (ب) أهم من الجدار الإئتمانية لـ (أ) .

وبوجه عام تكون الخسارة المتوقعة من التخلف عن الدفع في مبادلة العملة أكثر من الخسارة المتوقعة من التخلف عن الدفع في مبادلة الفائدة ويعود السبب في ذلك إلى أنه في حالة مبادلة العملة يتم تبادل مبالغ أصل الدين بعملات

مختلفة، وفي حالة كلا النوعين من المبادلات تكون الخسارة المتوقعة من التخلف عن الدفع أكبر بكثير من الخسارة المتوقعة من التخلف عن الدفع في حالة قرض عادي يساوى أصله تقريرياً أصل الدين في المبادلة.

ومن المهم التفرقة بين المخاطرة الائتمانية والمخاطر السوقية بالنسبة للمؤسسة المالية في أي عقد ، فكما ذكرنا من قبل تتبع المخاطرة الائتمانية من احتمال عجز الطرف المقابل عن الدفع عندما تكون قيمة العقد بالنسبة للمؤسسة المالية موجبة ، أما المخاطرة السوقية فتشمل احتمال تحرك متغيرات السوق مثل أسعار الفائدة والصرف على نحو يجعل قيمة العقد بالنسبة للمؤسسة المالية سالباً ، ويمكن التحوط من المخاطرة السوقية بالدخول في عقد مقاومة أما المخاطرة الائتمانية فلا يمكن التحوط منها .

• ملخص :

النوعان الأكثر شيوعاً للمبادلات هما مبادلات الفائدة ومبادلات العملة ، وفي مبادلة الفائدة يوافق أحد طرفى المعاملة على أن يدفع للطرف الآخر فائدة بسعر ثابت على أصل الدين وهمى أو اعتبارى (أى مبلغ يستخدم كأساس لحساب الفائدة ولكنه لا يستخدم كأصل للمبادلة) وذلك لعدد من السنوات وفي المقابل يحصل من الطرف الآخر على فائدة بسعر معoom على نفس أصل الدين الوهمى لنفس الفترة الزمنية .

أما في مبادلة العملة ، فإن أحد الطرفين يوافق على دفع فائدة على مبلغ أصل الدين بعملة ما ، وفي المقابل يحصل على فائدة على مبلغ أصل الدين بعملة أخرى .

ولا يتم تبادل مبالغ أصل الدين عادة في مبادلة الفائدة ، أما في مبادلة

العملة فيتم تبادل مبالغ أصل الدين عادة في بداية ونهاية عمر المبادلة ، وبالنسبة للطرف الذي يدفع الفائدة بالعملة الأجنبية يتم استلام أصل الدين الأجنبي ودفع أصل الدين المحلي في بداية عمر المبادلة . وفي نهاية المبادلة يتم دفع أصل الدين الأجنبي واستلام أصل الدين المحلي .

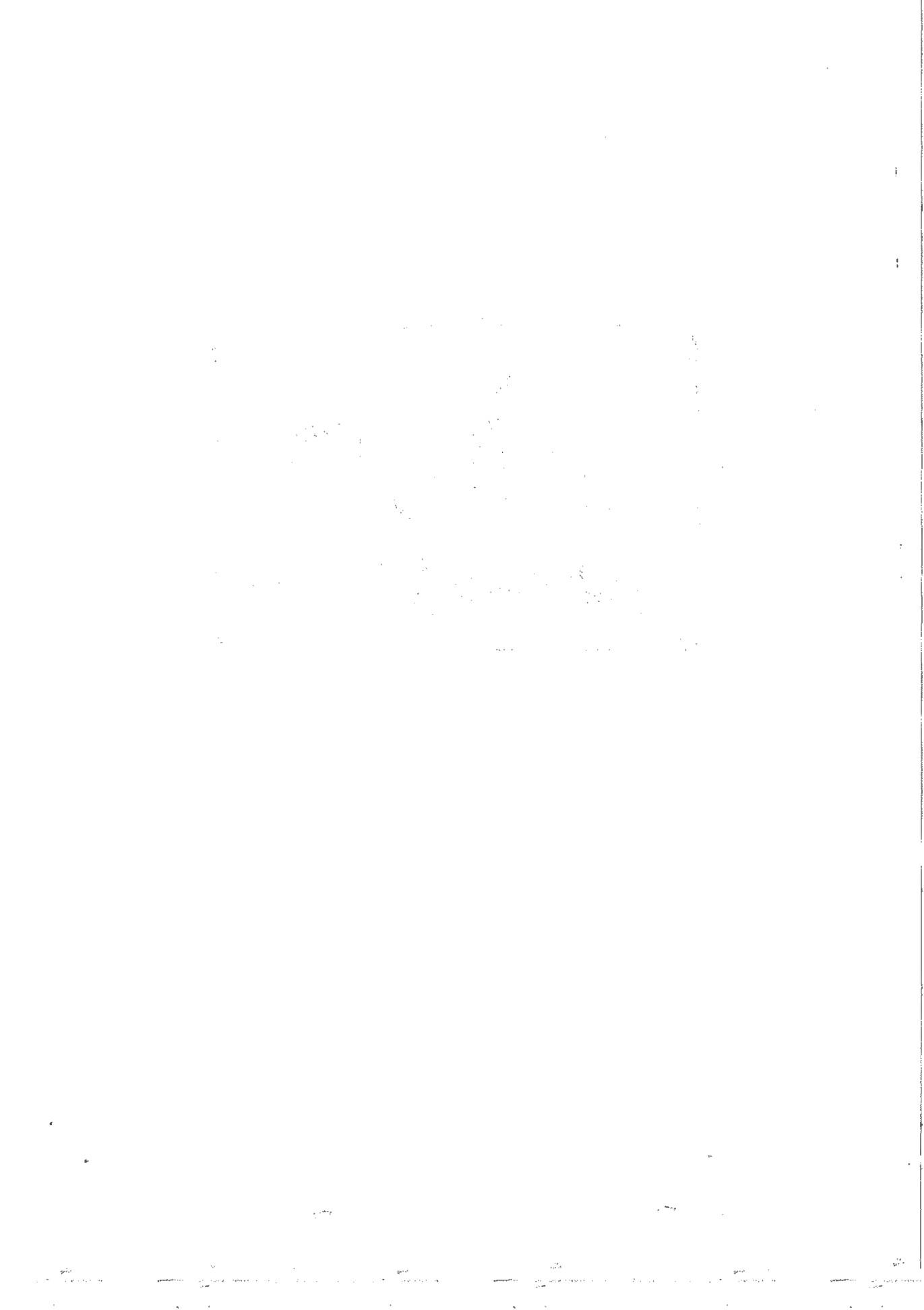
ويمكن استخدام مبادلة الفائدة في تحويل قرض ذي سعر معوم إلى آخر بسعر ثابت أو العكس ، ويمكن استخدام مبادلة العملة لتحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى ، وجوهراً الأمر أن المبادلة هي مركز طويل في سند مدمج مع مركز قصير في سند آخر أو يمكن اعتبارها محفظة مؤلفة من عقود آجلة .

ويتم ترتيب المبادلات عادة بواسطة المؤسسات المالية ولتفادي مخاطر سعر الفائدة أو الصرف ، تدخل المؤسسة المالية في إتفاقيات مبادلات مقاصة مع طرفين في نفس الوقت ، وتقوم المؤسسة المالية واقعياً بتخزين المبادلات ، ويعني ذلك الدخول في إتفاقية مبادلة مع طرف ثم التحوط من المخاطرة على أساس يومى في الوقت الذي تحاول فيه إيجاد طرف راغب في اتخاذ المركز المقابل .

وعندما تدخل مؤسسة مالية في زوج من مبادلات المقاصة مع أطراف مقابلة مختلفة تكون معرضة لخاطرة ائتمانية ، فإذا تخلف أحد أطراف المقابلة عن الدفع تخسر المؤسسة المالية المال لأنها يتوجب عليها مع ذلك احترام إتفاقية المبادلة المعقودة بينها وبين الطرف الآخر المقابل ..

النميري للناس

الحاسبة عن المشتقات المالية



الفصل الخامس

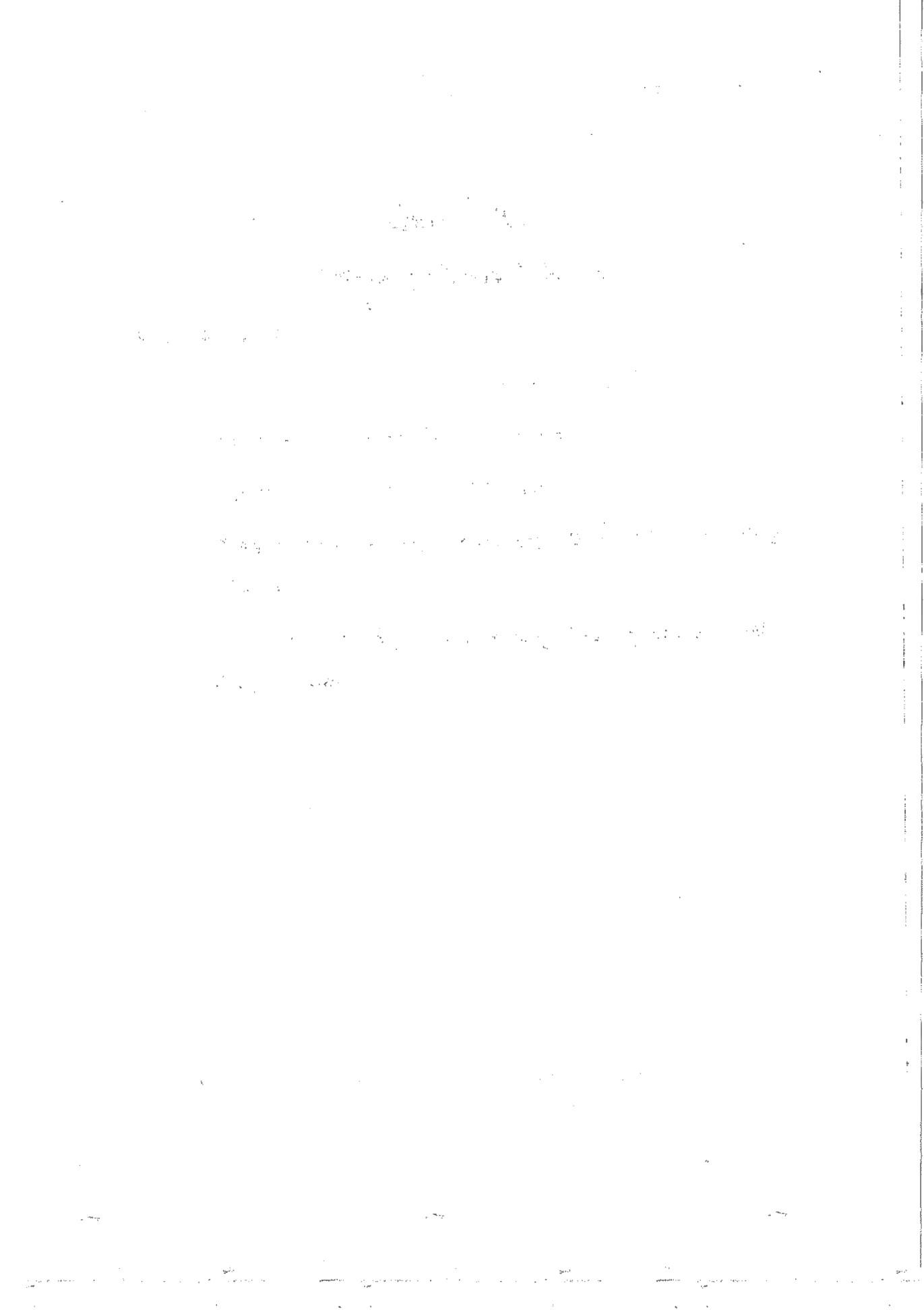
• المحاسبة عن المشتقات المالية * •

أهداف الفصل :

بعد أن تنتهي من قراءة هذا الفصل سوف تكون قادراً على :

- * تفهم المخاطر المحيطة بالمشتقات المالية .
- * تفهم أهمية الافصاح عن مخاطر المشتقات .
- * تفهم التعقييدات التي تحيط بالاعتراف بالأدوات المالية وقياسها .
- * تفهم الخطوط العريضة للمعايير المحاسبية التي تتناول الأدوات المالية .

* يتناول هذا الفصل مقدمة عن المحاسبة عن المشتقات المالية أما التفصيلات فيتم الرجوع إليها في كتاب مستقل للمؤلف بعنوان المحاسبة عن الأدوات المالية (المشتقات والاستثمارات المالية)



الفصل الخامس

المحاسبة عن المشتقات المالية (مقدمة) *

لقد أصبحت المشتقات المالية والتى سبق أن تعرفنا على أهم أنواعها (عقود الاختيار ، العقود المستقبلية ، العقود الآجلة ، عقود المبادلات) أدوات هامة للإدارة المالية بالنسبة للكثير من المنشآت ، وقد شهد الربع الأخير من القرن العشرين نمواً غير مسبوق في استخدام وقبول الأدوات المالية المشتقة ونتج عن ذلك سوق تضم مبالغ إجمالية تقدر بトリليونات الدولارات ، ويمكن ارجاع جانب كبير من هذا التمو إلى حقيقة أن المشتقات المالية عندما تستخدم وتراقب بشكل جيد فإنها تساعدها على إدارة المخاطر التي تواجهها أثناء ممارستها لأعمالها اليومية .

وهنالك سبب آخر للقبول الواسع النطاق للمشتقات المالية وهو مرونتها . ولذلك فإن الكثير من الأدوات المالية المشتقة عبارة عن عقود خاصة بين طرفين ولذلك فالبنود والشروط المتفق عليها يمكن أن تتناول حاجات معينة متصلة بإدارة المخاطر بالنسبة للطرفين ، وبإمكان السمسرة المستخدمين النهائيين أن يواافقوا على أداة مالية مشتقة تجمع بين الخصائص الاقتصادية لواحدة أو أكثر من الأدوات المالية المشتقة ، على سبيل المثال : يمكن لمستخدم معين أن يدمج مبادلة عملة ومبادلة فائدة ، ويسمح ذلك للمستخدم بإدارة أكثر من مخاطرة واحدة في آن واحد ، والدمج بين الأدوات المالية المشتقة قد يكون مناسباً تماماً لأغراض إدارة المخاطرة تبعاً لنوعية المخاطر التي يواجهها المستخدم النهائي ،

* التفصيلات في كتاب مستقل للمؤلف يقع في نحو 400 صفحة بعنوان المحاسبة عن الأدوات المالية (المشتقات والاستثمارات المالية) .

ومع ذلك فإن السمسرة يمكن أن يبيعوا - أو ينشأ من أجل المستخدمين النهائيين - أدوات مالية مشتقة أخرى ذات سمات تجعل تلك الأدوات المشتقة محل تساؤل أو غير مناسبة لإدارة المخاطر ، وقد أشار الاستخدام المتามى للأدوات المالية المشتقة وتعقيدها المحتمل إلى ما يلى :

- * أهمية ضوابط الرقابة الداخلية الفعالة فيما يتصل بأنشطة الأدوات المالية المشتقة .

- * الحاجة إلى معايير محاسبية مطورة لتلاحق الابتكارات المالية في مجال المشتقات .

وقد أثارت المخاطر وظروف عدم التأكيد المرتبطة بالأدوات المالية المشتقة تساؤلات بشأن استخدامها ، بما في ذلك تساؤلات عن مدى كفاية القواعد الارشادية المحاسبية ذات الصلة ، والإجابات على هذه التساؤلات يجب أن تضع في الاعتبار البيئة الاقتصادية والقانونية التي تحدث فيها معاملات الأدوات المالية المشتقة ويشمل ذلك .

- * أهمية الأدوات المالية المشتقة في الأسواق المالية المحلية والدولية .

- * التكاليف النسبية لإجراء المزيد من التنظيم والأثار الاقتصادية مثل هذه التكاليف .

- * تنوع وتعقيد معاملات الأدوات المالية المشتقة وسرعة إيقاع ابتكاراتها .

- * قابلة تطبيق القواعد القانونية للعقود .

- * المخاطرة الائتمانية ، والمخاطر السوقية والمخاطر القانونية والمخاطر الرقابية وسائر المخاطر الأخرى الموجودة في معاملات الأدوات المالية المشتقة .

وتشمل بعض الأسئلة المثارة ما يأتي :

- * هل سيفيد إجراء المزيد من التنظيم لمعاملات الأدوات المالية المشتقة ؟
- * هل المراقبة والاشراف التي تمارس بواسطة مجلس الإدارة (أو هيئة مراقبة وشراف أخرى ممارسة) كافية لضمان حسن إدارة ومراقبة أنشطة الأدوات المالية المشتقة ؟
- * ما السمات التي تسهم في فعالية ضوابط الرقابة الداخلية على أنشطة الأدوات المالية المشتقة ؟
- * كيف ينبغي للتقارير المالية للمنشآت الداخلة في معاملات الأدوات المالية المشتقة أن تُخبر المستثمرين والدائنين وغيرهم من مستخدمي القوائم المالية بالمخاطر وظروف عدم التأكيد المرتبطة بمثل هذه المعاملات ؟
- * هل المبادئ المحاسبية توفر توجيهات كافية بشأن الاعتراف بالأدوات المالية المشتقة وقياسها والإفصاح عنها ؟
- * كيف ينبغي على مراجعى القوائم المالية للمنشأة الداخلة في معاملات الأدوات المالية المشتقة أن يعالجو تدقيق مثل هذه المعاملات .

من بين التساؤلات السابقة ، تقع الأربعية الأخيرة في نطاق مهنة المحاسبة.

• المخاطر الكامنة في الأدوات المالية المشتقة :

أن المخاطر الكامنة في الأدوات المالية المشتقة – مثل المخاطرة الائتمانية ، المخاطرة السوقية ، المخاطرة القانونية ، المخاطرة الرقابية ، هي نفس المخاطر الكامنة في الأدوات المالية المألوفة بدرجة أكبر ، ومع ذلك تمتلك الأدوات المالية المشتقة سمات خاصة مثل :

- * التدفقات النقدية إلى الخارج أو الداخل المطلوبة عند الابتداء ضئيلة أو معدومة .
 - * لا يوجد مبلغ ثابت يتم دفعه أو إستلامه .
 - * المخاطر والعوائد المحتملة أكبر من المبالغ المعترف بها في قائمة المركز المالي .
 - * قيم الكثير من الأدوات المالية المشتقة أكثر تقلباً من قيم الأدوات المالية الأخرى - حيث تتقلب بين القيم الموجبة والسلبية في فترة زمنية قصيرة .
- وفي ضوء هذه السمات ، يكون من الصعب فصل مخاطر أداة مالية مشتقة ما لأن تفاعل تلك المخاطر يمكن أن يكون معقداً ، ويزداد هذا التعقيد :
- (أ) عندما تستخدم أدوات مالية مشتقة أساسية أو أكثر في صورة مدمجة .
 - (ب) صعوبة تقدير قيمة الأدوات المالية المشتقة المعقدة .
 - (ج) الطبيعة المتقلبة لأسواق بعض المشتقات .
- وفيها يلى خصائص المخاطر الأساسية المرتبطة بالمشتقات :

Credit Risk

• المخاطر الائتمانية :

ترتبط هذه المخاطرة بالخسائر الاقتصادية التي سيتكبدتها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف الآخر في العقد (أى الطرف المقابل) في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد ، وتقوم المنشآت في الغالب بإجراء

حصر كمى لمخاطر الخسارة هذه باعتبارها تكفة استبدال الأداة المشتقة ، ويخفف الاشتراط الخاص بقيام المشاركين بتسوية التغيرات فى قيمة مراكزهم يومياً من المخاطرة الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة (مثل العقود المستقبلية) تتم هذه التسوية وفقاً لقواعد محددة ومن خلال بورصة منظمة ، ومخاطر التسوية ترتبط باحتمال فشل الطرف المقابل فى الأداء بموجب عقد ما بعد أن يكون المستخدم النهائى قد سلم أموالاً أو أصولاً وفقاً للالتزاماته المنصوص عليها فى العقد . ويستطيع المستخدمون النهائيون أن يقللوا مخاطرة التسوية من خلال اتفاقيات تصفيية رئيسية ، أما مخاطرة الطرف المقابل فتعنى إمكانية التعرض لمخاطرة ائتمانية كلية نابعة من كل المعاملات المؤداة مع طرف مقابل واحد .

Market Risk

• مخاطر السوق :

ترتبط هذه المخاطر بشكل عريض بالخسائر الاقتصادية الراجعة لحدوث تغيرات غير مواتية في القيمة العادلة للأداة المشتقة ، وتشمل المخاطر ذات الصلة ما يلى :

Price Risk

* مخاطر السعر

Basis Risk

* مخاطرة الأساس

Liquidity Risk

* مخاطر السيولة

Valuation Or Model Risk

* مخاطر التقييم أو النموذج

وتتصل المخاطر السعرية بالتغيرات الحادة في مستوى الأسعار نتيجة

لحدوث تغيرات في :

أ - أسعار الفائدة أو

- بـ - أسعار صرف العملات الأجنبية أو
- جـ - عوامل أخرى متصلة بالتحول السوقى في المعدل أو المؤشر أو السعر الذي ترتكز عليه الأداة المشتقة .

أما مخاطرة الأساس فتتعلق بالتأثير المختلف لقوى السوق على أداة أو قيمة أداتين متميزتين أو أكثر مستخدمتين في صورة مدمجة أما مخاطرة السيولة فترتبط بالتغييرات في القدرة على بيع أو التصرف في الأداة المشتقة أو تصفية المركز ومن ثم التأثير على قيمتها ، وربما يعود ذلك إلى عدم وجود عقود كافية أو أطراف مقاولة راغبة في الدخول في العقد محل المنشأ .

أما مخاطرة التقويم أو النموذج فترتبط بعدم اكتمال وذاتية النماذج والافتراضات ذات الصلة المستخدمة في تقيير قيمة الأدوات المشتقة .

Legal Risk

ترتبط هذه المخاطرة بالخسائر الناجمة عن تصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقاً لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة - مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ - مثلاً - من عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية العقد في حالة الإفلاس ، أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب ، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية .

Control Risk

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الناجمة عن فشل (أو غياب) ضوابط الرقابة الداخلية في منع أو اكتشاف المشكلات (مثل الخطأ البشري ، الغش والتزوير ،

أو قصور النظم) وهو ما يؤدي إلى إعاقة مستخدم المشتقات عن تحقيق أهدافه التشغيلية أو تلك المتصلة بإعداد التقارير المالية أو الالتزام والإذعان .

ومثل هذا الإخفاق يمكن أن ينتج عنه - مثلاً - فشل مستخدم النهائي ما في فهم الخصائص الاقتصادية لعقد ما ، كذلك فإن إنعدام الرقابة الكافية يمكن أن يؤثر على ما إذا كانت المعلومات المالية المنشورة عن المشتقات قد أعدت بشكل موثوق يعتمد عليه ، وأخيراً فإن المستخدم النهائي يمكن أن يتاثر سلباً إذا فشلت الضوابط في منع أو رصد حالات عدم الالتزام بالعقود أو القوانين أو اللوائح ذات الصلة ، وعدم فهم المشتقات المستخدمة قد يؤدي إلى عدم كفاية تصميم ضوابط الرقابة على استخدامها .

• **المعايير المحاسبية للمحاسبة عن المشتقات المالية :**

- * تتناول معايير المحاسبة الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية FASB في الولايات المتحدة الأمريكية هذا الموضوع من خلال المعايير أرقام 52 , 65 , 80 , 95 , 102 , 105 , 107 , 109 , 111 , 115 , 119 , 125 , 126 , 127 , 130 , 133 , 137 , 138

- * تتناول معايير المحاسبة الدولية أرقام 32 , 39 موضوع المشتقات المالية من خلال قواعد الاعتراف والقياس والافصاح عن الأدوات المالية .

• **الخطوط العريضة لمعايير المحاسبة الدولية المتعلقة بالأدوات المالية :**

- * أن المعيار المحاسبي الدولي رقم 39 والذي يجوز تطبيقه مبكراً في عام 1999 ولكنه لن يكون ملزماً إلا في 1/1/2001 ، يطرح استراتيجية مختلفة تماماً للاعتراف بالأدوات المالية وقياسها .

وفقاً لأحكام هذا المعيار فقد أصبحت التفرقة الهامة السابقة بين

الاستثمارات المتداولة والاستثمارات غير المتداولة ملغاً وحل محلها قضية القصد أو نية الإدارة من خلال تفرقة ثلاثة للاستثمارات وتصنيفها إلى استثمارات محتفظ بها للمتاجرة ، واستثمارات متاحة للبيع وإن كانت غير محتفظ بها لأغراض المتاجرة وتلك المزمع بها الاحتفاظ بها حتى موعد الاستحقاق ، وتتوقف المعالجة المحاسبية للأوراق المالية الخاصة بالديون وحقوق الملكية المحتفظ بها كاستثمارات على أي هذه الفئات تندرج تحتها .

* تصدى المعيار المحاسبي الدولي رقم 32 الصادر في عام 1995 والذي بدأ سريانه في عام 1996 للقضايا المعقدة الخاصة بالعرض والأفصاح فقط أما موضوعات الاعتراف والقياس والفاء الاعتراف (أو الاستبعاد) من الميزانية العمومية والأكثر صعوبة من حيث المعالجة ، فقد تم التعامل معها في وقت قريب من خلال إصدار المعيار رقم 39 والذي لن يدخل حيز التنفيذ الالزامي إلا في عام 2001 .

ويتضمن المعيار المحاسبي الدولي رقم 39 متطلبات جديدة موسعة فيما يتعلق بالاعتراف والقياس واستبعاد الأصول والالتزامات المالية من الميزانية العمومية وتناول أيضاً محاسبة التحوط الخاصة (والتي لن تكون ضرورية بالطبع إذا تم ترحيل كل الأصول والالتزامات المالية بالقيمة العادلة) كما يلغى هذا المعيار أيضاً بعضًا من متطلبات الأفصاح الواردة في المعيار رقم 32 ويلغى أيضاً معظم ما ورد في المعيار المحاسبي الدولي رقم 25 .

* تناول المعيار المحاسبي الدولي رقم 32 بعض قضايا العرض والأفصاح للأدوات المالية ومن أمثلة ما جاء بالمعيار :

أ- التفرقة بين الالتزامات وحقوق الملكية

في الواقع العملي من الشائع أن يلاحظ أن الأدوات المالية لمصدر معين تتمتع بسمات الالتزامات وحقوق الملكية معاً ، ومن منظور اعداد التقارير المالية ، تتمثل القضية المحورية فيما إذا كان ينبغي معالجة هذه الأدوات «المركبة» محاسبياً كالالتزامات أم حقوق ملكية أم تقسيمها إلى أدوات التزامات وأدوات حقوق ملكية معاً ، ورغم أن مبدأ تغليب الجوهر على الشكل كان ينبغي أن يوفر قواعد ارشادية واضحة بخصوص هذا الأمر إلا أنه لم يتم التعامل مع هذه القضية بفاعلية قبل المعيار 32 ، وقد نبع الاحجام عن معالجة هذه القضية من مجموعة من الأساليب منها القلق من أن يؤدي وجود عقيدة صارمة فيما يتعلق بتغليب الجوهر على الشكل إلى التسبب في مضاعفات وتعقيدات قانونية خطيرة .

ووفقاً للأحكام الواردة في المعيار 32 يجب على الجهة المصدرة للأداة المالية أن تصنفها أو الأجزاء المكونة لها إذا كانت الأداة مركبة وذلك وفقاً لجوهر أو مضامون الترتيب التعاقدى الخاص بها .

وبالنسبة للأدوات المعقدة فإنها يجب أن تحلل إلى عناصرها المكونة لها وتعالج محاسبياً على أساس ذلك .

* كما يتناول المعيار المحاسبي الدولي رقم 32 الافصاح عن المخاطرة :

أن الهدف الرئيسي من متطلبات الافصاح المنصوص عليها في المعيار رقم 32 هو اعطاء مستخدمي القوائم المالية القدرة على تقييم المخاطر للبنود داخل الميزانية أو خارجها والتي تشمل المخاطر المتصلة بالتدفقات النقدية المرتبطة بالأدوات المالية ، ويقدم المعيار التصنيف التالي للمخاطر :

١- المخاطرة السعرية : وهي لا تعنى فقط مخاطرة الخسارة وإنما أيضاً

إمكانية تحقيق المكاسب و تتكون بدورها مما يلى :

* **مخاطر العملة :** وهى مخاطرة أن تتغير قيمة أداة ما نتيجة التغيرات فى أسعار صرف العملات .

* **مخاطر أسعار الفائدة :** وهى مخاطرة أن تتقلب قيمة الأداة نتيجة للتغيرات فى أسعار الفائدة السوقية .

* **المخاطرة السوقية :** وهى مفهوم أعرض يصنف مخاطرة أسعار الفائدة ضمن فئة أكبر - وهى مخاطر أن تتقلب الأسعار نتيجة لعوامل خاصة بالأداة المالية نفسها أو نتيجة لعوامل تؤثر بوجه عام على الأوراق المالية الأخرى المتداولة فى نفس الأسعار .

ب - المخاطرة الائتمانية : وهى التى ترتبط بفشل أحد الأطراف فى الأداء وفقاً لما هو مطلوب حسب العقد .

ج - مخاطرة السيولة : (وتعرف أيضاً بمخاطر التمويل) وهى دالة للصيغة
التي يحتمل أن يتم التعرض لها عند تدبير الأموال من أجل الوفاء
بالالتزامات ، كما قد تنتج من عدم القدرة على بيع أصل مالى ما بقيمة
العادلة .

د - مخاطر التدفق النقدي : وهى مخاطرة أن تتقلب التدفقات النقدية المستقبلة المرتبطة بأداة مالية نقدية ما من حيث المقدار أو الحجم مثلاً هو الحال عندما تحمل أداة دين سعر فائدة معoom ، ويحتمل أن يتسبب ذلك فى حدوث تغير في التدفقات النقدية مع ثبات القيم العادلة .

و يتناول المعيار أيضاً الوسائل التى يتم بها تناول عوامل مخاطرة أسعار

الفائدة والمخاطر الائتمانية في القوائم المالية ، على حين يتناول المعيار مخاطرة التدفق النقدي والسيولة من منظور عام فقط .

* ويتناول المعيار رقم 32 أيضاً الأفصاح عن القيمة العادلة :

حيث يشترط المعيار أن تقوم المنشأة المصدرة بالافصاح عن القيمة العادلة بالنسبة لكل فئة من فئات الأصل المالى والالتزام المالى ، ويطرح المعيار صمام افلات من هذا الأمر ، وذلك في الحالات التي لا يكون فيها عملياً من ناحية قيود الوقت أو التكلفة تقدير القيمة العادلة بموثوقية كافية ، ومع ذلك فعندما تستفيد المنشأة من هذا الخيار ، فإنها يجب أن تفصح عن تلك الحقيقة مع عرض ملخص للخصائص الوثيقة الصلة بالأداة بحيث يمكن لقراء القوائم المالية أن يجروا تقديراتهم الخاصة للقيمة العادلة إذا ما أرادوا ذلك .

* أن التغيرات الرئيسية الواردة في المعيار المحاسبي الدولي رقم 39 هي التوسيع في استخدام القيم العادلة في قياس الأدوات المالية وتقديم التقارير عنها (وهي تحل بذلك محل معظم أحكام المعيار 25 والذي سمح بمجموعة عريضة من الطرق المحاسبية للقياس فيما يتعلق بمختلف فئات الاستثمارات) ، والتصدى ل موضوع الأدوات المالية المشتقة الهام بالنص على أن يتم الاعتراف بهذه الأدوات وقياسها رسمياً بالقيمة العادلة في معظم الأحوال .

ويشبه المعيار رقم 39 إلى حد كبير المعيار المحاسبي الأمريكي رقم 133 وان كان يخلو من القواعد الإرشادية التفصيلية الواردة في هذا المعيار .

* يتضمن المعيار المحاسبي الدولي رقم 39 معايير خاصة بالاعتراف والغاء

الاعتراف بالأدوات المالية ، وبموجب هذا المعيار يتبعن على المنشآت الآن أن تعترف بأصل مالي ما أو التزام مالي ما في الميزانية العمومية عندما تصبح طرفاً في الأحكام التعاقدية للأداة ، وتلغى المنشأة الأصل المالي أو جزء منه (أى تستبعد من الميزانية) عندما تمارس حقوقها في المنافع المحددة في العقد أو ينتهي سريان الحقوق أو تتنازل المنشأة أو تفقد السيطرة على الحقوق التعاقدية التي يتتألف منها الأصل المالي (أو جزء من الأصل المالي) .

إذا قامت المنشأة بتحويل جزء من أصل مالي ما لآخرين مع الاحتفاظ بجزء من الأصل أو تحمل التزاماً ذا صلة ، ينبغي أن يوزع المبلغ المرحل للأصل المالي بين الجزء المحافظ عليه والجزء المباع أو مبلغ الالتزام المحافظ عليه ، وذلك بناء على القيمة العادلة النسبية في تاريخ البيع ، ويجب الاعتراف بالكسب أو الخسارة بناء فقط على العوائد المحصلة من الجزء المباع ، وإذا تعذر قياس القيمة العادلة للجزء المحافظ عليه من الأصل بشكل موثوق ، فإنه يجب في هذه الحالة إتباع مدخل « استرداد التكاليف » لقياس الربح (أى تخصيص وتوزيع كل تكلفة الجزء المباع) وإذا تم الاحتفاظ بالتزام ذي صلة وتعذر تقويمه ، لا ينبغي الاعتراف بأى مكسب على التحويل وينبغي قياس الالتزام بالفرق بين العوائد والمبلغ المرحل للجزء المباع من الأصل المالي ، على أن تكون الخسارة المعترف بها متساوية للفرق بين العوائد وحاصل جمع المبلغ المعترف به عن الالتزام ومبلغ الترحيل السابق للأصل المالي المحول .

• الاعتراف المبدئي للأصول المالية بالتكلفة :

تضمن المعيار 39 الاعتراف المبدئي للأصول المالية بالتكلفة والتي يفترض أنها تساوى القيمة العادلة للأصول المكتسبة في المعاملات العادلة وفي المسودة

E62 اقترح أن تدرج تكاليف المعاملات في القياس المبدئي للاستثمارات المحتفظ بها حتى موعد الاستحقاق ولكن على أن تستبعد من القياس المبدئي للأصول المالية المراد قياسها بالقيمة العادلة بعد الاستحواذ ، وقد كان الأساس المنطقي لذلك أنه ما لم يفعل هذا الأمر سوف يكون هناك حاجة فورية تقريباً لإجراء خفض في المبالغ المسجلة لتلك الأصول بقدر ما تتسبب أضافة تكاليف المعاملات في جعل المبلغ الكلى المسجل يتجاوز القيمة العادلة . وبعد الاعتراف المبدئي ، سوف تقايس الأصول المالية بالقيمة العادلة مع استبعاد تكاليف المعاملات ، فيما عدا الاستثمارات المحتفظ بها حتى الاستحقاق وأية أصول مالية لا يمكن قياس قيمتها العادلة بشكل موثوق به ، وسوف يتم بيان الاستثمارات المحتفظ بها حتى الاستحقاق بالتكلفة المستهلكة ، ويتم قياس الأصول المالية الأخرى ذات القيم العادلة غير المحددة .

واستخدام تصنيف «الاحتفاظ حتى موعد الاستحقاق» سوف يتم قصره بدقة على المواقف التي تتوافر فيها النية والقدرة على الاحتفاظ معاً ، وسوف يستخدم السلوك الماضي في تقييم ما إذا كان التعبير عن النية أميناً وصادقاً أم لا .

* إعادة تصنيف من والى فئة «المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق» وفقاً للمعيار 39 فإنه يجب تقرير ما إذا كان هناك نية وقدرة على الاحتفاظ بالأصول المالية حتى الاستحقاق ، ليس فقط عند الاستحواذ ولكن أيضاً عند كل تاريخ ميزانية لاحق ، وإذا تم في أي من تواريف التقرير هذه استنتاج أن المعايير لم تعد مستوفاة فإن الاستثمار يجب إعادة قياسه بالقيمة العادلة في ذلك الوقت ، وبوجه عام سوف يتم إعادة تصنيف

الاستثمار ليتحول إلى فئة «المتاح للبيع» في مثل هذه الظروف ، وبينما على ذلك سوف يتم الاعتراف بتسوية القيمة العادلة ضمن حقوق المساهمين مباشرة أو ضمن الإيرادات حسب الطريقة التي تختارها المنشأة المصدرة للتقرير المالي ، ومن الممكن أيضاً - أن لم يكن من المحتمل - أن يعاد تصنيف الأوراق المالية التي احتفظ بها من قبل حتى الاستحقاق لدرج ضمن فئة (المتجرة أو المتداولة) وفي هذه الحالة سوف تؤخذ تسوية القيمة العادلة إلى الإيرادات الجارية .

ومن المتصور بدرجة أقل بكثير أن يكون بالمكان إعادة تصنيف الأوراق المالية لدرج ضمن فئة «محتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق» وذلك بعد أن كان قد تم الاحتفاظ بها في تصنيف آخر في بداية الأمر .

* تصدى المعيار المحاسبي الدولي رقم 39 لموضوع محاسبة التحوط ، ويشترط لخضوع لمحاسبة التحوط استيفاء الشروط التالية :

أ - في بداية التحوط أن يكون هناك توثيق رسمي لعلاقة التحوط وغاية أو استراتيجية لإدارة المخاطر الخاصة بالمنشأة فيما يتعلق بإجراء التحوط ، البند أو المعاملة موضوع التحوط ، طبيعة المخاطرة الجاري التحوط منها ، وكيف ستقوم المنشأة بتقييم فعالية أداة التحوط في مواجهة التعرض لتغيرات القيمة العادلة للبند موضوع التحوط أو التدفقات النقدية للمعاملة موضوع التحوط القابلة للرجوع للمخاطرة المتحوط منها .

ب - يتوقع أن يكون التحوط فعالاً بدرجة عالية في تحقيق تغييرات مقابلة أو موازنة في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية القابلة للرجوع للمخاطرة

المتحوط منها ، تمشياً مع استراتيجية إدارة المخاطر الموثقة أصلاً فيما يتعلق بعلاقة التحوط تلك بالذات .

جـ-بالنسبة لتحولات التدفقات النقدية ، يجب أن تكون المعاملة المتبناً بها والخاضعة للتحوط محتملة وتمثل تعرضاً لخاطرة سعرية من شأنها أن تنتج تغيراً في التدفقات النقدية وتؤثر على الدخل المسجل في التقارير المالية .

د - يمكن قياس فعالية التحوط بشكل موثوق - أي أن القيمة العادلة أو التدفقات النقدية للبند موضوع التحوط والقيمة العادلة لأداة التحوط يمكن قياسها بشكل موثوق .

هـ- تم تقدير التحوط وتقرر فعلياً أنه فعال خلال فترة التقارير المالية .

ويلاحظ بشأن محاسبة التغطية (التحوط) ما يلى :

- يقصد بالتحوطية (التحوط) Hedging هو استخدام أداة مالية أو أكثر للتحوط لأية تغيرات في القيمة العادلة أو في التدفقات النقدية في بند آخر وبحيث تتعادل الآثار الناتجة عن الأداة المستخدمة للتحوط مع الآثار المتعلقة بالأداة الأصلية . Offset

ب - قد يكون البدل المطلوب تغطية مخاطر التغيرات في قيمته العادلة أو التدفقات النقدية له إما أصل أو التزام أو عملية مستقبلية متوقعة .

جـ- أداة التحوط هي مشتق معين أو أصل أو التزام يغطي المخاطر المتعلقة بالقيمة العادلة أو التدفقات النقدية لأداة أخرى قائمة أو عملية مستقبلة .

د - يقصد بالتحوط بالنسبة لقيمة العادلة هو تغطية مخاطر تعرض القيمة

العادلة لأصل أو التزام أو جزء منه لمخاطر معينة تؤثر على صافي الدخل المتولد منه .

هـ - يقصد بالتحوط بالنسبة للتدفق النقدي هو تغطية مخاطر تتعلق بأداة يتولد عنها تدفقاً نقدياً مثل دفعات الفائدة المستقبلية على دين يحتسب سعر الفائدة عليه وفقاً لأساس متغير من شأنها التأثير على نتائج النشاط .

و - تتم المعالجة المحاسبية في حالة التحوط للقيمة العادلة وفقاً لما يلى :

* الأرباح أو الخسائر الناشئة عن إعادة قياس أداة التحوط بالقيمة العادلة يتم معالجتها فوراً من خلال قائمة الدخل .

* الأرباح أو الخسائر الناشئة عن البند المحوط يجب أن يعدل بها هذا البند والاعتراف بها من خلال قائمة الدخل .

ز - تتم المعالجة المحاسبية في حالة التحوط للتدفق النقدي كما يلى :

* الجزء من الأرباح أو الخسائر الناشئة عن أداة التحوط المحدد على أنه تحوط فعال يجب الاعتراف به مباشرة في حقوق الملكية .

* يتم إثبات الجزء غير الفعال من خلال قائمة الدخل .

الإفصاح وفقاً لمعايير المحاسبة الدولي رقم(39):

أ - يجب أن يشمل الإفصاح في القوائم المالية ما يلى :

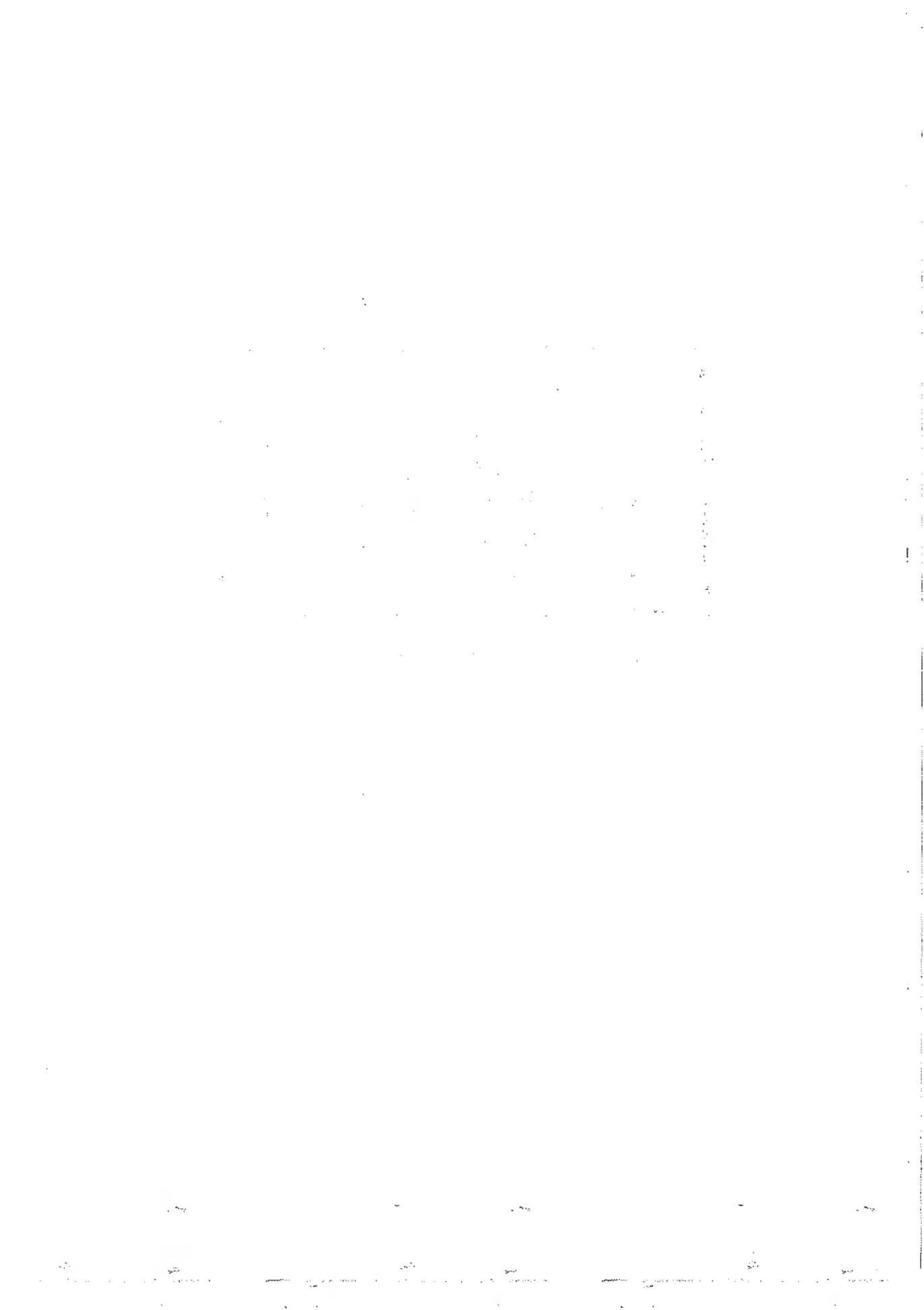
* الفروض التي تم الاستناد إليها عند تقدير القيمة العادلة للأصول الموجودات .

* ما إذا كان قد تم المحاسبة عن الأصول المالية في تاريخ المتاجرة أم تاريخ التسوية .

- ب - يجب أن تشمل القوائم المالية الأفصاح عن التحوط من خلال بيان أهداف وسياسات إدارة المخاطر المالية للمنشأة ، والافصاح بشكل مفصل عن التحوط الذي تم بالنسبة لقيمة العادلة وبالنسبة للتدفقات النقدية مع وصف الأداة المالية التي استخدمت للتحوط والمخاطر التي تقابلها .
- ج- في حالة معالجة الأرباح أو الخسائر في الأصول أو الالتزامات من خلال حقوق الملكية مباشرة يجب الأفصاح عن ذلك .



فَيْضَ الْجَنَاحِ



قائمة المراجع

1. Bittman, J. *Options For The Stock Investor*. New York.
McGraw-Hill, Inc. 1997 .
2. Cohen, J. & et al. *Investment Analysis and Portifolio Management*. Fifth Edition. Irwin. McGraw - Hill.
1999 .
3. Delaney, P & et al . *GAAP* . John Wiley & Sons, Inc. 1999 .
4. Elton, E & Gruber, M. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Fifth Edition . New York . John Wiley & Sons, Inc. 1995 .
5. Epstein, B & Abbas . IAS. John Wiley & Sons, Inc. 2000 .
6. Fabozzi, F & Modigliani , F. *Capital Markets* Second Edition . Prentice - Hall International, Inc . 1996 .
7. Fabozzi, F. *Investment Management* . New Jersey . Prentice - Hall upper saddle River . 1999 .
8. Hempel , G & Simonson, D. *Bank Management* . Fifth Edition . New York. John Wiley & Sons , Inc . 1999 .
9. Hirt, G & Block, S. *Fundamentals of Investment Management* . Sixth Edition . McGraw - Hill . International . 1999 .
10. Hull, J.G. *Introduction to Futures and Option Markets*. Third Edition . Prentice - Hall International, Inc . 1998 .

11. Jones, C. *Investments Analysis and Management* . New York. John Wiley & Sons . 1998 .
12. Koch, T.W & S.Scott, *Bank Management*. Fort worth. The Dryden press. 2000 .
13. Kolb, R.W. *Futures. Options & Swaps*. Third Edition Blackwell. Business. 2000 .
14. Levy, H. *Introduction to Investments* . South-Western College Publishing . 1996 .
15. Mayo, H. *Investments . An Introduction* . Fifth Edition. Fortworth. The Dryden press. 1997 .
16. Radcliffe, R. *Investment . Concepts . Analysis . strategy* . Fifth Edition . New York . Addison - Wesley. 1997 .
17. Reilly, F & Norton, E. *Investment* . Fourth Edition Fort worth. The Dryden Press . 1995 .
18. Saunders, A. *Financial Institutions Management* Second Edition. Boston . Irwin - Mc Graw = Hill . 1997 .